

Utjecaj COVID-19 na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj

Kolarić, Klara

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:140515>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-03**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**UTJECAJ COVID-19 NA SEKTOR INVESTICIJSKIH FONDOVA
U HRVATSKOJ**

Diplomski rad

Klara Kolarić

Zagreb, rujan 2020.

**Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**UTJECAJ COVID-19 NA SEKTOR INVESTICIJSKIH FONDOVA
U HRVATSKOJ**

**IMPACT OF COVID-19 ON THE INVESTMENT FUNDS
SECTOR IN CROATIA**

Diplomski rad

**Student: Klara Kolarić
JMBAG: 0067538533
Mentor: Doc.dr.sc. Jakša Krišto**

Zagreb, rujan 2020.

SAŽETAK

Zdravstvena kriza uzrokovana COVID-19 virusom uzrokovala je dosad nezabilježene posljedice na nacionalne ekonomije. Nužne mjere za suzbijanje širenja virusa koje su donijele većina zemalja odrazile su se na smanjenje ekonomske aktivnosti, ali ujedno predstavljaju veliku prijetnju stabilnosti globalnog financijskog sustava. Investicijski fondovi kao značaj dio financijskog sustava pogođeni su u velikoj mjeri velikim odljevima i padom neto imovine. U radu se objašnjava i analizira učinak korona virusa na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj te se uspoređuje sa učincima posljednje globalne financijske krize 2008. Metodologija se temelji na pretraživanju i analizi različite znanstvene i stručne literature te deskriptivnoj statističkoj analizi. Zaključak rada pokazuje da su učinci pandemije na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj u nekim segmentima veći nego što je bilo posljednje financijske krize zbog veće značajnosti investicijskih fondova u financijskom sustavu Hrvatske.

Ključne riječi: investicijski fondovi, UCITS fondovi, zdravstvena kriza, korona virus, globalna financijska kriza 2008.

ABSTRACT

The health crisis caused by the corona virus has led to unprecedented consequences for national economies. The necessary measures implemented by most countries to combat the spread of the virus reflect a decline in economic activity, but also pose a major threat to the stability of the global financial system. Investment funds, as a significant part of the financial system, have been affected to a great extent by large outflows and a decrease in net asset value. This thesis will explain and examine the effects of the corona virus on the investment funds sector in Croatia and compare those effects to the ones during the previous global financial crisis in 2008. The methodology is based on examining and reviewing the various scientific and professional literature and descriptive statistical analysis. The conclusion indicates that the effects of the pandemic on the investment funds sector in Croatia are in some segments more extensive than those during the previous financial crisis due to the greater importance of investment funds in Croatia's financial system.

Key words: investment funds, UCITS funds, health crisis, corona virus, global financial crisis 2008.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat moj vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Zagreb, rujan 2020.
(mjesto i datum)



(vlastoručni potpis studenta)

STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

I hereby declare and confirm by my signature that the final / graduate / postgraduate specialist work or doctoral thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography.

I declare that no part of the work has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the work infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the work has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

Zagreb, rujan 2020.
(Place and date)



(Personal signature of the student)

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1 Predmet i ciljevi rada	1
1.2 Metode istraživanja i izvori podataka	1
1.3 Struktura i sadržaj rada	2
2. OBILJEŽJA INVESTICIJSKIH FONDOVA I UTJECAJ FINACIJSKIH KRIZA	4
2.1 Definiranje i karakteristike investicijskih fondova	4
2.2 Podjela investicijskih fondova prema investicijskim ciljevima	7
2.2.1 Novčani fondovi	8
2.2.2 Obveznički fondovi	9
2.2.3 Dionički fondovi	9
2.2.4 Mješoviti fondovi	9
2.3 Sistemski rizik investicijskih fondova	10
3. ANALIZA STRUKTURE I RAZVIJENOSTI INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ	13
3.1 Razvoj investicijskih fondova	13
3.2 Zakonodavni okvir	14
3.3 Obilježja UCITS fondova i alternativnih investicijskih fondova	17
3.4 Struktura tržišta investicijskih fondova	18
3.5 Struktura ulaganja investicijskih fondova	25
4. UČINCI SVJETSKE FINACIJSKE KRIZE S POČETKOM 2007. GODINE I KRIZE IZAZVANE COVID-19	28
4.1 Gospodarska i financijska (ne)stabilnost na međunarodnom tržištu	28
4.1.1 Učinci svjetske financijske krize s početkom 2007. godine	28
4.1.2 Učinci krize izazvane COVID-19	33
4.2 Gospodarska i financijska (ne)stabilnost u Republici Hrvatskoj	37

4.2.1 Učinci svjetske financijske krize s početkom 2007. godine	37
4.2.2 Učinci krize izazvane COVID-19	41
5. USPOREDBA UTJECAJA SVJETSKE FINACIJSKE KRIZE S POČETKOM 2007. GODINE I COVID-19 NA SEKTOR INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ.....	46
5.1 Usporedba utjecaja svjetske financijske krize i COVID-19 na broj i strukturu investicijskih fondova prema broju.....	46
5.2 Usporedba utjecaja svjetske financijske krize i COVID-19 na imovinu i profitabilnost investicijskih fondova.....	49
5.3 Usporedba tržišta Republike Hrvatske i Europe u dijelu utjecaja navedenih kriza.....	56
5.4 Preporuke HANFA-e za ublažavanje efekata na sektor financijskih usluga uzrokovanih COVID-19 krizom	61
POPIS GRAFIKONA	70
POPIS SLIKA	71
POPIS TABLICA.....	71
ŽIVOTOPIS	72

1.UVOD

1.1 Predmet i ciljevi rada

Razvijenost financijskog tržišta karakterizira brojnost institucionalnih investitora među kojima vrlo značajne predstavnike predstavljaju investicijski fondovi. U procesu alokacije novčanih sredstva od novčano suficitarnih prema novčano deficitarnim jedinicama predstavljaju značajne financijske posrednike, a njihova atraktivnost je u postojanju različitih vrsta koji odgovaraju različitim profilima ulagača što ih čini najefikasnijim financijskim posrednicima. Globalna financijska tržišta diljem svijeta početkom 2020. zahvaćena su poteškoćama zabilježenim posljednje financijske krize iz 2007.godine. Ovakva zdravstvena kriza uzrokovana korona virusom jedinstvena po svojim obilježjima nastanka i dubokim posljedicama koje ostavlja na gospodarsku i financijsku stabilnost nije zabilježena u moderno doba. Specifičnost novonastale krize predstavlja probleme za ekonomsku znanost i struku te su potrebne brze prilagodbe i rješenja neizvjesnim situacijama povezane razvojem korona virusa koje izrazito utječu na nestabilnost kako u realnoj sferi tako i u financijskoj sferi pojedine zemlje.

Predmet ovog diplomskog rada je sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj, točnije ukratko će se opisivati pojmovi vezani uz investicijske fondove i njihovo poslovanje, njihov razvoj i zakonodavni okvir, a potom će se uspoređivati razni učinci koje je imala svjetska financijska kriza s početkom 2007. godine i učinci krize izazvane korona virusom na njihovo poslovanje i stanje na tržištu.

Cilj rada je prikazati utjecaj krize izazvane korona virusom na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj, koji zadnjih nekoliko godina bilježe porast značajnosti na financijskom tržištu tranzicijskih zemalja, kao što je Hrvatska, te usporediti sa zadnjom krizom iz 2008. i uvidjeti koje bitne razlike su se dogodile na financijskom tržištu. Cilj je prikazati promijene u kretanju broja investicijskih fondova i strukturu fondova. promijene u kretanju imovine i profitabilnosti, usporediti iznose odljeva za vrijeme trajanja i nakon završetka navedenih kriza.

1.2 Metode istraživanja i izvori podataka

Da bi se do navedenih ciljeva došlo za potrebe ovog diplomskog rada koristit će se razne znanstveno-istraživačke metode i izvori podataka, ovisno o dijelovima ovog rada. Korišteni su različiti izvori podataka, a ponajviše sekundarni podaci dobiveni istraživanjem internetskih

stranica, stručne literature, godišnjih i mjesečnih izvještaja koje je izradila i objavila HANFA, OECD, EFAMA i ostale značajne institucije. U diplomskom radu korištene su sljedeće metode: metoda deskripcije u uvodnom dijelu i ostalim poglavljima gdje su se opisivale već poznate činjenice, metoda komparacije u dijelovima gdje su se uspoređivali učinci dviju kriza na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj te njihovi učinci na tržište Republike Hrvatske i Europe, metoda dedukcije u posljednjem poglavlju rada, tj. zaključku gdje se iz iznesenih činjenica i podataka u prethodnim poglavljima donosi zaključak o utjecaju COVID-19 na sektor investicijskih fondova, metoda indukcije u dijelu rada gdje se opisuje struktura tržišta i struktura ulaganja investicijskih fondova i na temelju prikazanih podataka iznosi zaključak o stanju na tržištu danas i početkom svjetske financijske krize s početkom 2007. godine, metoda dokazivanja u dijelu rada gdje se raznim grafikonima prikazalo utjecaj navedenih kriza na gospodarsku i financijsku stabilnost na međunarodnom tržištu i u Hrvatskoj, metoda klasifikacije u dijelu podjele investicijskih fondova na podvrste prema investicijskim ciljevima i metoda kompilacije kroz cijeli rad, odnosno za pisanje ovog diplomskog rada koristili su se razni podaci, činjenice, zaključci i stavovi drugih autora koji su na pravilan način citirani u radu.

1.3 Struktura i sadržaj rada

Diplomski rad sastoji se zajedno sa uvodom i zaključkom od šest poglavlja, svako poglavlje ima svoja potpoglavlja u kojima se detaljno opisuje tema pripadajućeg poglavlja.

U prvom uvodom poglavlju definirat će se predmet rada, utvrdit će se ciljevi rada, navest će se metode koje će se koristiti u samom radu i izvori podataka, te naposljetku opisati struktura i sadržaj rada.

Drugi dio osvrnut će se na teorijski dio rada, gdje će se pobliže objasniti značenje investicijskih fondova i njihove karakteristike, navesti će se i opisati njihova podjela prema investicijskim ciljevima te će se prikazati najznačajniji sistemski rizici investicijskih fondova i opisati kako financijske krize utječu na njihovo poslovanje.

U trećem poglavlju koje nosi naziv Analiza strukture i razvijenosti u Hrvatskoj opisać će se sam razvoj investicijskih fondova na našem području i njihov zakonodavni okvir, analizirat će se struktura tržišta i struktura ulaganja u Hrvatskoj.

Slijedi poglavlje u kojem će se opisivati kakve učinke je imala svjetska financijska kriza s početkom 2007. godine na međunarodnom tržištu i u Republici Hrvatskoj na gospodarsku i financijsku stabilnost kao i učinci novonastale krize izazvane korona virusom s početkom 2020. godine na gospodarsku i financijsku stabilnost na međunarodnom tržištu i u Hrvatskoj.

U petom poglavlju uspoređivat će se utjecaj svjetske financijske krize s početkom 2007. godine i COVID-19 krize na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj, točnije prikazat će se njihov utjecaj na broj i strukturu i na imovinu i profitabilnost investicijskih fondova. Također, usporedit će se utjecaj navedenih kriza na tržište Republike Hrvatske i Europe te na samom kraju poglavlja navest će se preporuke HANFA-e kako ublažiti efekte uzrokovane COVID-19 krizom.

U posljednjem, šestom poglavlju dat će se zaključak koji će proizaći iz svega navedenog u prijašnjim poglavljima.

2. OBILJEŽJA INVESTICIJSKIH FONDOVA I UTJECAJ FINANCIJSKIH KRIZA

2.1 Definiranje i karakteristike investicijskih fondova

Investicijski fondovi su institucionalni investitori i financijski posrednici na financijskim tržištima, koji prikupljaju novčana sredstva individualnih ulagača i institucija te ih plasiraju u različite financijske instrumente ili rjeđe u nekretnine i realna dobra. ¹ Ulaganjem u vrijednosne papire stvaraju diversificirani portfelj vrijednosnih papira. Kupnjom udjela investicijskog fonda postaje se njegov vlasnik ili dioničar, te tako prikupljena sredstva fond iskoristava za daljnju kupnju vrijednosnica na tržištu. ²

Ovakve financijske institucije danas su među najzastupljenijim financijskim posrednicima na svjetskim financijskim tržištima i svake godine bilježe sve veću važnost. Osnovni razlog iznimne popularnosti je nedostatak znanja (iskustva) u biranju vrijednosnih papira i/ili novčanih sredstava za ulaganje u više različitih vrijednosnica. Nadalje, investicijski fondovi svojim ulagačima nude i profesionalno upravljanje sredstvima, diverzifikaciju, jednostavnost, povjerenje i mogućnost odabira investicijskog fonda različitih strategija ulaganja i organizacijskih oblika, likvidnost, veće prinose u usporedbi sa klasičnim oblicima štednje, regulatornu zaštitu investitora, udjeli u određenim situacijama mogu poslužiti kao instrument osiguranja. S druge strane, kao nedostaci ulaganja u investicijske fondove mogu se navesti promjenjivost prinosa, nepostojanje državne garancije za novčani ulog, npr. dok banke imaju sustav osiguranja depozita, postojanje rizika: sustavni rizik, rizik skrbništva, rizik likvidnosti, valutni rizik, rizik neispunjenja obveza, operativni rizik, rizik promjene poreznih propisa i dr. ³

Investicijske fondove osnivaju i upravljaju (aktivno ili pasivno) njihovom imovinom društva za upravljanje investicijskim fondovima, odnosno fond menadžeri. Djelatnost fondova podvrgnuta je regulaciji i nadzoru posebne državne nadzorne agencije. Zadatak fond menadžera je da povjerena sredstva ulagača ulažu na financijskim tržištima uz cilj da u korist njima ostvare najveći mogući prinos uz prihvaćanje definiranog rizika. Ostali zadaci u njihovom djelokrugu poslovanja su: donošenje odluka o ulaganjima umjesto ulagača, u okviru strategije fonda opisane u prospektu,

¹ Gremillion, L., *Mutual Fund Industry Handbook*, John Wiley & Sons, 2005., str. 5-7

²ICI, *A Guide to Understanding Mutual Funds*, str. 6. Dostupno na: http://vcee.org/wp-content/uploads/2015/05/Understanding_mfs.pdf

³ Krišto, J., *Upravljanje izloženošću riziku institucionalnih investitora uvođenjem kapitalnih zahtjeva*, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2012., str. 24

obavljanje raznih administrativnih obveza kao što je izdavanje novih udjela (dionica), otkup emitiranih udjela, organiziranje isplata dividendi itd. Za djelatnost upravljanja društva za upravljanje naplaćuju naknadu za upravljanje koja, u pravilu, je izražena kao postotak ukupne imovine investicijskog fonda. ⁴

Fond je zasebni oblik imovine u vlasništvu ulagača, tj. portfelj vrijednosnica (dionice, obveznice, certifikati o depozitu, komercijalni zapisi, novčani depoziti, trezorski zapisi i sl.). Imovinom-investicijskim fondom upravlja se eksterno, tj. upravlja financijska institucija, društvo za upravljanje ili investicijsko društvo. ⁵

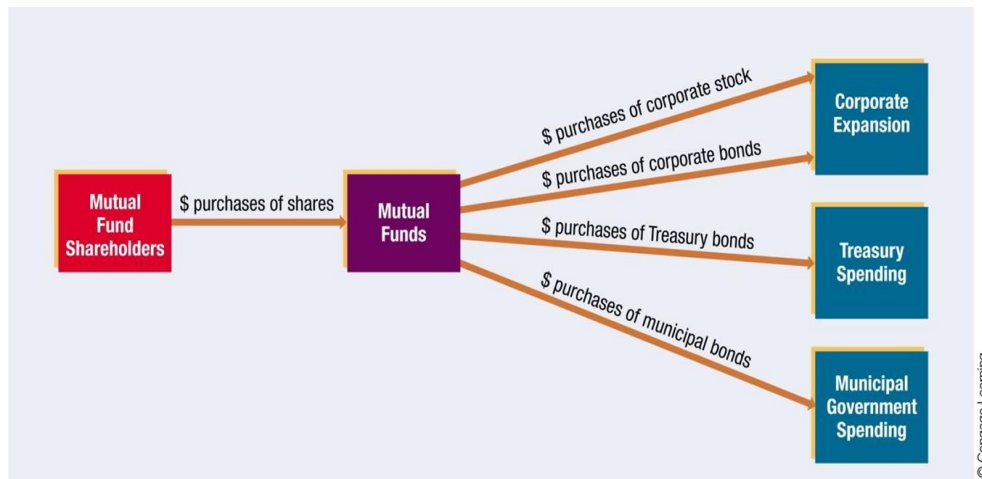
Važnost investicijskih fondova za ekonomski rast prikazuje slika 1. Investicijski fondovi predstavljaju kanal prijenosa novčanih sredstava između novčano suficitarnih jedinica i novčano deficitarnih jedinica kojima su potrebna sredstva za financiranje raznih projekata i poslovanja. Uloga fondova je da efikasno alociraju resurse u ekonomiji, a to čine tako što ulagačima nude svoje usluge, koje su prethodno opisane, pa se time ne troši uzaludno novac na analizu tržišta i istraživanje u što je najbolje uložiti već to za ulagače rade investicijski fondovi. Ulaganjem novčanih sredstava individualnih ulagača u državne, korporativne i municipalne obveznice i druge različite vrijednosnice čine u korist novčano deficitarnih jedinica i individualnim ulagačima nastoje omogućiti što veći prinos uz preuzeti rizik. Svojim djelovanjem pridonose i likvidnosti tržišta što je iznimno važno za ulagače da će se transakcije izvršiti brzo i sigurno i po fer cijeni. Stoga kapital koji se daje za efikasnu upotrebu potiče ekonomski rast. ⁶

⁴ Hrvatska gospodarska komora (HGK), <https://www.hgk.hr/svjetski-dan-investicijskih-fondo-izvjestaj> (28.07.2020.)

⁵ Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb, 2014., str. 100

⁶ O'Reilly I., *The investment industry: a top-down view*, Third Edition - Chapter 1. Dostupno na: *Chartered Financial Analyst*, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/investment-foundations/1-the-investment-industry-a-top-down-view.ashx?la=en&hash=4CE062CAF584C924273ABD47CE530A53774F1426> (29.07.2020.)

Slika 1. Doprinos investicijskih fondova različitim gospodarskim sektorima



Izvor: Madura, J., *Financial markets and institutions*, 11th edition, Cengage Learning, 2015., str. 615.

Osim doprinosa na gospodarstvo i finansijski sustav, investicijski fondovi svojim poslovanjem uključuju i surađuju sa ostalim sudionicima, osim individualnih ulagača, u pravilu sa finansijskim institucijama kao što su komercijalne banke, štedne institucije, finansijska poduzeća, društva za osiguranje i mirovinski fondovi. Ulaganjem u različite vrijednosne papire sudjeluju na različitim tržištima kao što su tržište novca, tržište obveznica, hipotekarno tržište, tržište dionica, tržište opcija, tržište *swap-ova* i *futures-a*.⁷

Podjela investicijskih fondova vrlo je široka, odnosno postoje različite klasifikacije prema organizacijskom obliku, prema regulatornom tretmanu, prema investicijskim ciljevima i motivima ulaganja, s obzirom na metode kupnje i prodaje udjela. Prema organizacijskom obliku razlikujemo otvorene s javnom i privatnom ponudom i zatvorene fondove. Zatvoreni investicijski fond osniva se kao dioničko društvo i imovina je podijeljena na dionice kojima se trguje na organiziranim tržištima, što znači da se njihova cijena određuje temeljem ponude i potražnje. Kao i kod svakog dioničkog društva tako i kod zatvorenih fondova dioničari imaju svoja vlasnička prava i pravo sudjelovanja u dobiti, te imaju pravo na isplatu dividende na kraju godine. Sam fond nema obvezu otkupa dionica, već investitor prodaje dionice na tržištu, neovisno o fondu. Otvoreni investicijski fond razlikuje se od zatvorenog, on ne izdaje dionice već prodaje udjele i prikupljena sredstva dalje

⁷ Madura, J., *Financial markets and institutions*, 11th edition, Cengage Learning, 2015., str. 614

ulaže u financijske instrumente, pa se imovina fonda svakom kupnjom povećava. Udjeli vlasnicima ne daju upravljačka prava, već samo pravo na dobit. Kada investitori žele otkupiti svoje udjele, društvo za upravljanje, prema Prospektu i Statutu fonda, dužno ih je bezuvjetno otkupiti. Cijena udjela izračunava se svaki radni dan i to tako da se podijeli neto vrijednost imovine fonda i broj emitiranih udjela. Otvoreni investicijski fond s javnom ponudom znači da je kupnja udjela dostupna neograničenom broju ulagača, dok s zatvorenom ponudom usmjeren je prema određenom broju kvalificiranih ulagatelja.⁸

2.2 Podjela investicijskih fondova prema investicijskim ciljevima

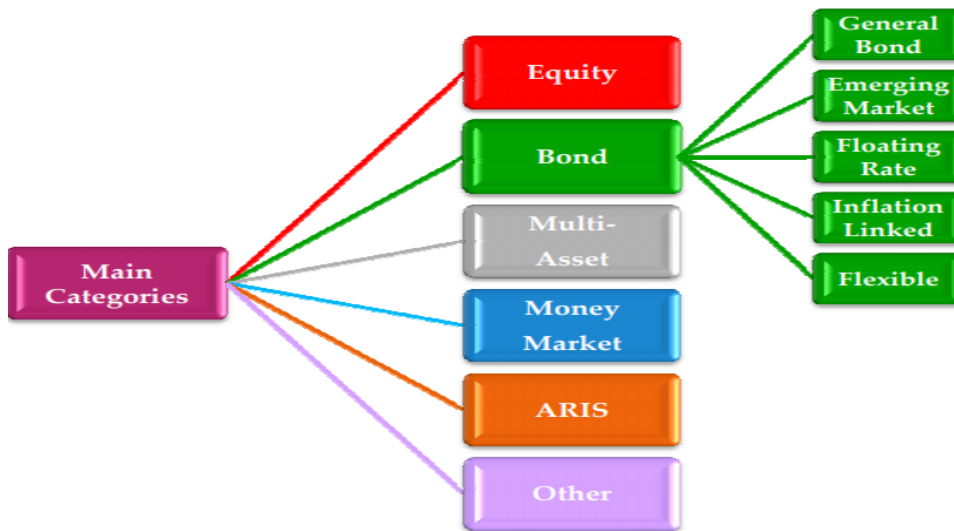
Općenito se uz investicijske fondove vežu dva pojma, rizik i prinos, koji su najbitniji kod odluke individualnih ulagača. Stoga, najčešća podjela, ujedno i šira podjela prema organizacijskom obliku, je prema investicijskim ciljevima, tj. prema strukturi vrijednosnih papira u koje ulažu. Podjela prema specijalizaciji investicijskih fondova za ulaganje u samo jedan investicijski fond razlikuje dioničke, novčane, uravnotežene i obvezničke.

European Fund and Asset Management Association (EFAMA) razvila je paneuropsku metodologiju klasifikacije investicijskih fondova (slika 2.). Prema metodologiji investicijski fond može biti klasificiran u samo jednu kategoriju s obzirom u koju imovinu ulaže. EFAMA metodologija definira 6 vrsta investicijskih fondova: dionički, obveznički, novčani, mješoviti, *Absolute Return Innovative Strategies (ARIS)* i ostali.⁹

⁸ Odlomak prilagođen prema: Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., op.cit. u bilj.5, str. 94 i Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta i institucije*, Mate, 2005., str. 520 i 521

⁹EFAMA, *The European Fund Classification EFC Categories*, travanj 2012, dostupno na: https://www.efama.org/Publications/Public/European_Fund_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf#search=the%20european%20fund%20classification (30.7.2020.)

Slika 2. Osnovne vrste investicijskih fondova prema EFAMA metodologiji



Izvor: EFAMA, The European Fund Classification EFC Categories, travanj 2012., str. 3

Tako su novčani fondovi najnižeg rizika i prinosa, pa slijede obveznički fondovi sa kratkoročnim, srednjoročnim i dugoročnim horizontom ulaganja, uravnoteženi i mješoviti fondovi između su umjerene i agresivne strategije ulaganja koji nose srednji rizik i prinos. Viši rizik i prinos karakteristika su dioničkih fondova i njihova strategija je agresivna, pa se razlikuju dionički fondovi čiji je cilj rast i prinos fonda, te oni čiji je cilj rast njihove vrijednosti i ostvarivanje iznadprosječnih prinosa.¹⁰

2.2.1 Novčani fondovi

Novčani fondovi ulažu isključivo u kratkoročne vrijednosnice novčanog tržišta kao što su certifikati o depozitu, trezorski zapisi, komercijalni zapisi, blagajnički zapisi, dužnički vrijednosni papiri najkvalitetnijih izdavatelja. Cilj fond je zaštita ulagatelja od tržišnih oscilacija i očuvanje financijske likvidnosti investitora. Obilježja ovakvih vrijednosnica su njihova visoka likvidnost, što znači da se vrlo lako pretvore u novac, i siguran povrat investitorima u kratkom vremenu (dospijeće ne prelazi jednu godinu) koji imaju visoku averziju prema riziku, pa je strategija ulaganja ovakvih fondova vrlo konzervativna. Vrijednost imovine je polagana, ali stabilna, a cjenovna kolebanja na novčanim tržištima su zanemariva pa su novčani fondovi sigurno utočište za ulagač. Zbog manje volatilnosti manja je mogućnost ostvarenja velikog prinosa ili gubitka, pa

¹⁰ ICI, *loc.cit.* u bilj.2

su ovakvi fondovi najmanje rizični, ali ujedno i najsigurniji. Namijenjeni su ulagačima koji su novi u svijetu investiranja i traže nešto veće prinose od kamata na klasičnu štednju u bankama. ¹¹

2.2.2 Obveznički fondovi

Obveznički fondovi ulažu u dužničke vrijednosne papire, odnosno obveznice (državne, korporativne, municipalne) koje imaju najmanji rizik odnosno mala im je volatilitnost na tržištu. U fokusu im je ostvariti visoke tekuće prihode uz minimalan rizik. U usporedbi s novčanim fondovima njihova rizičnost je nešto veća u slučaju kada ulažu u visokorizične obveznice, primjerice korporativne obveznice poduzeća čiji je kreditni rizik visok. Preporučeno trajanje ulaganja u ovakve fondove je najmanje 6 mjeseci ili duže. Obveznički fondovi su namijenjeni konzervativnim investitorima koji teže očuvanju i stabilnosti vrijednosti imovine kroz ulaganje u obveznice koje nose fiksne kamate, a koje su više od oročene štednje. Kako su kamatne stope na tržištu promjenjive, a obveznice nose fiksnu kamatu, promjena kamatne stope utječe na cijenu obveznice, odnosno kada rastu kamate cijena pada i obrnuto. Kod ulaganja u obvezničke fondove treba uzeti i u obzir mogućnost pojave sljedećih rizika: rizik kamatne stope, kreditni rizik i rizik reinvestiranja. Posebno treba uzeti u obzir i porezni tretman zato što se prihod od ulaganja oporezuje kao redoviti prihod. ¹²

2.2.3 Dionički fondovi

Dionički fondovi izričito ulažu u dionice različitih korporacija. Ovakvi fondovi izloženi su velikim tržišnim oscilacijama (veća volatilitnost) i nose visoke prinose pa su ujedno i najrizičnija kategorija fondova. Povijesno gledajući ostvarivali su najveće prinose na duži rok u usporedbi s novčanim i obvezničkim fondovima, no to nije garancija da će takav trend biti i u budućnosti. Namijenjeni su ulagačima koji imaju malu averziju prema riziku i teže ostvarenju visokih prinosa. Ulagачi mogu ostvariti korist ulaganjem u dionice na dva načina: kroz podjelu dividendi i kroz rast vrijednosti dionice. ¹³

2.2.4 Mješoviti fondovi

Mješoviti fondovi ili uravnoteženi fondovi kombinacija su dioničkih i obvezničkih fondova. Karakterizira ih umjereno konzervativna strategija pa u skladu tome ulažu u dionice koje nose veće

¹¹ Prilagođeno prema: HGK, *op.cit.* u bilj. 4 i ICI, *op.cit.* u bilj. 2, str. 13

¹² ICI, *op.cit.* u bilj.2, str. 10 i 11

¹³ *Ibid.*, str. 9 i HGK, *op.cit.* u bilj. 4

prinose i u obveznice koje u portfelju fonda daju stabilnost i nešto manji prinos od dionica. Manje su rizični od dioničkih fondova iz razloga što obveznice pružaju zajamčeni prihod i manje su podložne cjenovnim kolebanjima u suprotnosti sa dionicama koje su izrazito volatilne, pa su obveznice komponenta fonda koja mu pruža stabilnost portfelja. Fond je pogodan za investitore koji žele ostvariti visoke prinose koje donose dionice, ali ujedno i stabilnost koju pružaju obveznice. Investitori koji mogu i žele preuzeti veći stupanj rizika trebaju ulagati u mješoviti fond koji veći dio imovine ulaže u dionice, a investitori koji traže stabilnost u fond koji veći dio imovine ulaže u obveznice.¹⁴

2.3 Sistemski rizik investicijskih fondova

Važnost investicijskih fondova u financijskim sustavima zemalja pokazuju podaci o kontinuiranom rastu neto imovine prije početka globalne financijske krize 2008., ali i nakon sve do kraja 2019., kada opet početkom 2020. bilježi nagli pad zbog pogoršanja stanja na financijskim tržištima. Ukupna neto imovina reguliranih otvorenih investicijskih fondova u svijetu iznosila je 54,9 bilijuna USD krajem 2019. te je porasla za 25,8 bilijuna USD od 2010. kada je iznosila 29,1 bilijuna USD.¹⁵ Posljednja globalna financijska kriza povećala je zabrinutost za sistemski rizik izazvanog povećim poremećajima u sektoru investicijskih fondova zbog velike povezanosti sa svim ostalim sudionicima financijskog tržišta te zbog pogoršanja svog poslovanja mogu izazvati izrazito velike nestabilnosti u financijskom sustavu, primjerice tijekom krize suočili su se sa velikim odljevima i rasprodajom imovine zbog reducirane likvidnosti. Poslovanje investicijskih fondova bilo je narušeno tijekom krize kada su samo UCITS fondovi u Europi imali neto odljeve od 356 EUR i smanjenje neto imovine od 26,4%.¹⁶

Većina stručne literature promatra i analizira sistemski rizik kojeg predstavlja bankarski sustav, no nakon financijske krize fokus se sve više stavlja na analizu sistemskog rizika kojeg predstavljaju investicijski fondovi za stabilnost financijskog sustava zemlje. Financijska kriza je dokazala brzinu i veličinu kako se financijski gubitci mogu širiti kroz više strana financijskog sustava. Inicijalni gubitci pojedinih poduzeća i tržišta mogu se prenijeti putem financijskih posrednika i tržišta putem mehanizma pojačavanja sistemskog rizika sa strašnim posljedicama ne samo za financijsku

¹⁴ HGK, *op.cit.* u bilj. 4 i Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *op.cit.* u bilj. 8, str. 525

¹⁵ ICI, *Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, ICI,2020., br. 60, str.11

¹⁶ EFAMA, *Investment fund industry fact sheet*, 2014.

stabilnost već i za ekonomsku stabilnost.¹⁷ BASEL III. identificira dvije dimenzije putem kojeg se stvara ili pojačava sistemski rizik-bilo produblivanjem financijskog sustava (prociklički rizik) ili povećanjem slabosti u financijskim sektorima ili institucijama (rizik zaraze).¹⁸ Sistemski rizik povezuje se sa „jurišom“ na banke, rasprodajom imovine, financijskom nestabilnošću, rizikom kolapsa i domino efektom. Prema BIS i ostalima 2016., sistemski rizik može se definirati kao rizik od širokog poremećaja pružanja financijskih usluga koji je uzrokovan oštećenjem cijelog ili dijelova financijskog sustava što može prouzročiti ozbiljne negativne posljedice za realnu ekonomiju.¹⁹ Taylor (2009.) je naglasio kako bi se svaka definicija sistemskog rizika trebala temeljiti na sljedeće tri pretpostavke: a) uzrok opće financijske nestabilnosti može biti određen, ali značajan događaj poput bankrota institucije, nagli pad vrijednosti jednog ili više indeksa na tržištu kapitala, kriza određenog segmenta financijskog sektora, kolaps financijske infrastrukture ili pojava katastrofalnog događaja i gubitka b) zbog financijske zaraze ili lanca reakcije, pojedini problemi se mogu velikom brzinom prenijeti na cjelokupan ili dio financijskog sustava c) nestabilnost financijskog sustava ima direktne posljedice na gospodarstvo zemlje.²⁰

Slabosti investicijskih fondova koje ih čine ranjivima na financijske šokove uključuju potragu za prinosima i ponašanje krda, otkupni rizik, poluga koja može pojačati kretanje cijena i povećati potencijal rasprodaje imovine i poduzeća kao rizik izvora. Okruženje niskih kamatnih stopa, niska tržišna volatilnost ili konkurentski čimbenici potiču portfolio menadžere za većim prinosim, tj. počnu ulagati u rizičniju imovinu koja donosi više prinose u koju inače ne bi ulagali s obzirom na svoju investicijsku strategiju. Neki pak se upravitelji previše izlože popularnoj klasi imovine ili vrijednosnim papirima bez obzira na veličinu ili likvidnost te imovine ili vrijednosnih papira. Takvo ponašanje upravitelja može izazvati povećanje cijena imovine kao i povećanje tržišne volatilnosti i poremećaja ako se tržište ili određeni segment tržišta suoči sa iznenadnim šokom. Fondovi koji nude neograničena prava otkupa udjela, primjerice otvoreni IF-ovi, više su podložni riziku otkupa tijekom stresa na tržištu ako ulagači vjeruju da imaju ekonomsku prednost ako među

¹⁷ Fabio Cortes F., Lindner P., Malik S., Segoviano M., *A Comprehensive Multi-Sector Tool for Analysis of Systemic Risk and Interconnectedness (SyRIN)*, IMF Working Paper, siječanj 2018., str.5

¹⁸ Lopez C., Markwardt D. i Savard K., *THE ASSET MANAGEMENT INDUSTRY AND SYSTEMIC RISK: Is There a Connection?*, Milken Institute, rujna 2016., str. 8

¹⁹ Fabio Cortes F., Lindner P., Malik S., i Segoviano M., *loc.cit.* u bilj. 17

²⁰ Krišto, J., Stojanović, A. i Filipović, H., *Systemic risk of UCITS investment funds and financial market stability tested using MRS model*, EFZG working paper series, br.8, 2015., str.5. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/147214> (30.8.2020.)

prvima otkupe svoje udjele. Rasprodaja imovine zbog odljeva može proširiti stres od određenih vrsta imovine portfelja do druge vrste i do tržišnih segmenta. Riziku otkupa najviše su izloženi novčani fondovi i kratkoročni IF-ovi koji pružaju dnevnu likvidnost svojim ulagačima, stoga juriš na takve fondove ojačava rizik jer daljnji otkupi investitora snižavaju cijene, prinose i likvidnu imovinu u fondu i potiče nastavak otkupa. Nedavna financijska kriza dokazala je da kratkoročna poluga može podložiti zajmoprimce marginalnim pozivima i ograničenjima likvidnosti koja povećavaju rizik rasprodaje imovine. Upravitelji imovine mogu koristiti polugu na razini tvrtke, na razini fonda (posuđivanje od drugih fondova) ili na razini portfelja (strukturirani proizvodi ili trgovanje izvedenicama). Tijekom financijske krize, korištenje izvedenicama za jačanje poluge rezultiralo je velikim gubitcima za neke registrirane fondove. Primjerice dva fonda izgubila su 80% i 36% neto imovine u 2008. zbog prevelike izloženostima izvedenicama. Neuspjeh tvrtke za upravljanje imovinom također može biti izvor širenja rizika, ovisno o njezinoj veličini, složenosti i interakciji strategija i aktivnosti upravljanja imovinom. Koncentracija rizika među fondovima ili aktivnostima unutar tvrtke može predstavljati prijetnju financijskoj stabilnosti.

Navedene rizike mogu prenijeti putem dva značajna kanala: 1) kanal direktne izloženosti 2) kanal likvidacije imovine. Otvoreni IF-ovi, posebice novčani fondovi, mogu utjecati na druge financijske institucije putem izravne veze između upravitelja imovine, banaka, posrednika, osiguravajućih društva i ostalih pružatelja financijskih usluga. Primjerice, kada su suočeni sa stresom na tržištu koji rezultiraju gubitcima i odljevima, kao tijekom krize, fondovi smanjuju svoju izloženost rizičnim izdavateljima i time šire rizik kroz cijeli sustav. Stoga poteškoće u zajmovima novčanih fondova mogu dovesti do prijenosa poteškoća preko zajmoprimca, posebno među bankama. Veliki odljevi mogu natjerati upravljače imovinom fonda da likvidiraju imovinu fonda što dovodi do rasprodaje imovine koja utječe putem kanala likvidacije imovine na cjelokupno tržište i dovodi do još većih padova cijena imovine i gubitka na vrijednosti imovine. Tijekom globalne financijske krize dokazano je da dionice koje su posjedovali fondovi sa poteškoćama su bili suočeni sa većim negativnim prinosima zbog rasprodaje imovine.²¹ Razdoblje financijske krize je upravo period kada investicijski fondovi najviše generiraju sistemski rizik, što najviše ovisi o situaciji na financijskom tržištu, nekom značajnom događaju, ali i o karakteristikama investicijskih fondova.²²

²¹ Cjelokupan tekst prilagođen prema: Fabio Cortes F., Lindner P., Malik S., i Segoviano M., *op.cit.* u bilj. 17, str. 8-13 i OFR, *Asset Management and Financial Stability*, rujan 2013., str. 9-21

²² Krišto, J., Stojanović, A. i Filipović, H., *op.cit.* u bilj. 20, str. 13

3. ANALIZA STRUKTURE I RAZVIJENOSTI INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ

3.1 Razvoj investicijskih fondova

Osnivanjem prvog službenog investicijskog fonda u SAD-u 1924. godine pod nazivom *Massachusetts Investors Trust* počinje djelovanje investicijskih fondova na razvijenim financijskim tržištima. Fond je započeo sa malim portfeljem, no u prvim godinama rada doživio je ubrzani rast imovine. Nakon 1933. investicijski fondovi u SAD-u doživjeli su eksponencijalni rast imovine i udjela u strukturi imovine svih financijskih institucija. Rast značajnosti fondova na razvijenom tržištu kao što je SAD nije se dogodio i u zemljama Europe, odnosno u zemljama srednje i istočne Europe čijim tržištem dominiraju banke, zbog bankocentričnosti tržišta razvoj investicijskih fondova započinje tek masovnom privatizacijom u 90-tim godinama 20. stoljeća.²³

U tranzicijskim zemljama kao što je Hrvatska pojam fondova je relativno nov, s obzirom da do 1995. godine nije postojao adekvatan zakonski okvir za osnivanje investicijskih fondova. Donošenjem prvog Zakona o investicijskim fondovima (107/95 NN) reguliralo se poslovanje investicijskih fondova, no pravi razvoj započinje donošenjem Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima (109/97 NN) i osnivanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova (dalje PIF-ova). U tom razdoblju iako još nedovoljno razvijenom tržištu kapitala cijene dionice su rasle čime se zainteresiranost ulagača povećala i mogućost razvoja fondovske industrije izgledala je obećavajuća, no takvo raspoloženje nije dugo trajalo jer je kriza u razdoblju 1997-1998. godine zaustavila rast dionice. PIF-ovi koji su nastali u sklopu projekta kuponske privatizacije, nisu prikupljali sredstva ulagača, njihova zadaća je bila prikupljati privatizacijske bodove od sudionika kuponske privatizacije (stradali u Domovinskom ratu) te su takvim bodovima sudjelovali na posebnim dražbama Hrvatskog fonda za privatizaciju i tako su PIF-ovi postali nakon dražbe dioničari u određenom poduzeću. Ovim procesom došlo je do transformacije državnih poduzeća u privatna poduzeća i velike korporacije, i time je u posjed PIF-ova dospjelo visokih 90% „uginulih“ poduzeća čime se stvorila negativna percepcija građana o fondovskoj industriji te su i danas investicijski fondovi za njih nepouzdanе institucije za ulaganje svojih novčanih sredstava. Pa je to

²³ Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., *op.cit.* u bilj. 5, str. 91

jedan od razloga, vuče svoje korijene još iz 90-tih do danas, koji ograničava snažniji razvoj investicijskih fondova na tržištu kapitala u Hrvatskoj.²⁴

Završetkom privatizacijskog procesa broj investicijskih fondova u Hrvatskoj je počeo rasti s paralelnim razvojem tržišta kapitala. Rastom udjela na tržištu javila se potreba za jačom i daljnjom regulacijom njihovog poslovanja pa se u cilja jačanja nadzora osniva Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), nacionalni regulator za nadzor financijskih institucija, financijskih usluga i institucija koje pružaju financijske usluge. Između ostalog provodi nadzor i nad investicijskim fondovima i društvima za upravljanje investicijskim fondovima²⁵ u Hrvatskoj.²⁶

3.2 Zakonodavni okvir

Poslovanje investicijskih fondova u Hrvatskoj, a time i djelokrug i nadležnost nadzorne agencije HANFA-e, u tom području, regulirano je: Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16), Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18), podzakonskim aktima, pravilnicima, uredbama Europske komisije i smjernicama Europske agencije za nadzor vrijednosnica i financijskog tržišta (ESMA)²⁷. Navedeni zakoni usklađeni su s odredbama jedinstvenog tržišta financijskih usluga u EU. Kako smo dio jedinstvenog tržišta, jedinstvena pravila poslovanja investicijskih fondova uređene su UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) direktivama, pa se takvi fondovi nazivaju još i UCITS fondovi. Prva UCITS direktiva bila je usvojena još 1985.godine i pružila je mogućnost poslovanja UCITS fondova u svim zemljama članicama Europske Unije. Od 1985. bila je često modificirana s ciljem daljnjeg razvoja financijskog tržišta, a njezina zadnja verzija *UCITS Directive* (2009/65/EC), poznata još kao UCITS IV., usvojena je 2009.godine i stupila na snagu u srpnju 2011., a već 2012. donesena je odluka o objavljivanju nove verzije direktive UCITS V.²⁸

²⁴ Jurić D., *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa 29, br. 4, 2005, str. 388 i 389. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/353> (8.09.2020.)

²⁵ Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima U Hrvatskoj osnovano je 1997. godine pod nazivom *FondInvest* od strane Komisije za vrijednosne papire (danas HANFA). Kasnije 2002.godine preimenovano je u *KD Investments* zbog dokapitalizacije slovenske financijske grupacije *KD Group*.

²⁶ Perčević, H. i Mićin, M., *Povezanost kretanja neto imovine investicijskih fondova i bruto domaćeg proizvoda u Republici Hrvatskoj*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, vol., br. 23, 2017., str. 217. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/202155> (5.8.2020.)

²⁷ Podzakonski akti, pravilnici, uredbi i smjernice dostupne su na: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulativa/otvoreni-investicijski-fondovi-s-javnom-ponudom/#section0> i <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulativa/alternativni-investicijski-fondovi/>

²⁸ EFAMA, *UCITS V*. Dostupno na: <https://www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=34> (5.8.2020.)

Europsko zakonodavstvo razlikuje pored dominantnih UCITS fondova i njihove regulative i ostale vrste investicijskih fondova: Alternativne investicijske fondove - AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), Europske venture capital fondove - EuVECA (*European Venture Capital Funds*), Europske fondove socijalnog poduzetništva - EuSEF (*European Social Entrepreneurship Funds*), Europske dugoročne investicijske fondove - ELTIF (*European Long-Term Investments Funds*) i Fondove novčanog tržišta – MMF (*Money Market Funds*).²⁹

Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom propisanu su:

- uvjeti za osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom (dalje u tekstu UCITS fondovi) i društava za upravljanje UCITS fondovima
- način izdavanja i otkupa udjela UCITS fondova, trgovanje udjelima UCITS fondova, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanje UCITS fondova, društava za upravljanje UCITS fondovima, depozitara i osoba koje nude udjele u UCITS fondovima.³⁰

U Hrvatskoj se UCITS fondovi mogu osnivati samo kao otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom bez mogućnosti transformacije u alternativne investicijske fondove. Društvo za upravljanje je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, i na temelju odobrenja HANFA-e, obavlja djelatnost upravljanja UCITS fondovima. Osniva se i posluje kao d.o.o. ili d.d. u RH.³¹ Osnovne djelatnosti društva su upravljanje UCITS fondovima, upravljanje portfeljem, investicijsko savjetovanje, pohrana i administriranje u vezi s udjelima u IF-u. Također, može upravljati uz prethodno odobrenje za rad u skladu sa zakonima koji uređuju njihovo poslovanje, alternativnim investicijskim fondovima, dobrovoljnim mirovinskim fondovima i fondovima osnovanim prema posebnom zakonu.³² Najniži temeljni kapital društva za upravljanje treba iznositi 1.000.000,00 kn.³³

²⁹ European Commission, *Investment Funds*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_hr (5.8.2020.)

³⁰ Odredba čl.1 Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br.44/16, 126/19

³¹ Odredba čl.12.st.1 Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

³² Odredba čl.13.st.1 i 2. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

³³ Odredba čl.18.st.1. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima propisuju se:

- uvjeti za osnivanje i rad alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu AIF) i društva za upravljanje AIF-ovima (dalje u tekstu UAIF)
- način izdavanja i otkupa udjela AIF-a, trgovanje udjelima AIF-a, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanjem društva za upravljanje AIF-a, AIF-a, depozitara i osoba koja nude udjele u AIF-ima³⁴

U Republici Hrvatskoj alternativni investicijski fond može se osnovati kao otvoreni i zatvoreni AIF bez obzira da li prikuplja sredstva javnom ili privatnom ponudom. Društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (UAIF) je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, osniva se i posluje na temelju odobrenja za rad od strane HANFA-e i to kao d.o.o. ili d.d. te upravlja jednim ili više AIF-ova.³⁵ UAIF može poslovati kao vanjski upravitelj koji upravlja jednim ili više AIF-ova te kao zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem, kada uprava odluči da neće imenovati vanjski UAIF.³⁶ Osnova djelatnost UAIF-a je upravljanje AIF-om te ostale djelatnosti kao što su upravljanjem portfeljem, investicijsko savjetovanje, pohrana i administriranje, poslovi serviseru. Osim navedenih djelatnosti UAIF može upravljati UCITS fondovima, uz prethodno dobivenu dozvolu za rad na temelju zakona koji uređuje poslovanje UCITS fondova, i fondovima osnovanim prema posebni zakonima, uz prethodno dobiveno odobrenje za upravljanje takvim fondovima.³⁷ Zakon o AIF-ima razlikuje tri kategorije UAIF-a s obzirom na prag imovine: veliki, srednji i mali UAIF, a na temelju tih kategorija različiti je i iznos temeljnog kapitala. Najniži iznos temeljnog kapitala velikog UAIF-a iznosi 2.400.000,00 kn za zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem ili 1.000.000,00 kn kada je UAIF kao vanjski upravitelj AIF-a, za srednji UAIF iznosi 1.800.000,00 kn za zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem ili 750.000,00 kn kada je UAIF vanjski upravitelj te za mali UAIF iznosi su 1.200.000,00 kn ili 500.000,00 kn.³⁸ Zakonodavni okvir uređuje poslovanje posebnog fonda Zakonom o Fondu hrvatskih branitelja Domovinskog rata i članova njihove obitelji. Fond je osnovala vlada RH.

³⁴ Odredba čl.1 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18, 126/19

³⁵ Odredba čl.10.st.1 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

³⁶ Odredba čl.10.st.7 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

³⁷ Odredba čl.11.st.1 i 2 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

³⁸ Odredba čl.22.st.1 i 2 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

3.3 Obilježja UCITS fondova i alternativnih investicijskih fondova

Dominacija UCITS fondova na razini cijele EU doprinijela je strožoj i detaljnoj regulativi i ujednačenosti na razini cijele EU. UCITS fondovi na području Republike Hrvatske mogu se osnovati samo kao otvoreni s javnom ponudom što znači da se novčana sredstva prikupljaju javnom ponudom koja je dostupna širokom krugu ulagača, malim i kvalificiranim. Iako je svrha osnivanja oba fonda jednaka, prikupljanje novčanih sredstava, AIF-ovi mogu prikupljati novac javnom i privatnom ponudom i dostupni su samo ulagačima sa većim znanjem i iskustvom, tj. profesionalnim i kvalificiranim ulagačima. Zbog dostupnosti širokom krugu ulagatelja UCITS fondovi posluju po načelima razdiobe rizika, a u svrhu zaštite ulagatelja zakon propisuje dopuštena ulaganja i ograničenja ulaganja. Bitna razlika je to što AIF-ovi osim ulaganja u financijske instrumente kao i UCITS fondovi mogu ulagati i u nešto rizičniju imovinu, koja nije dostupna UCITS fondovima, primjerice robu, nekretnine, poslovne udjele i drugo.

Bez obzira da li se sredstva AIF-a prikupljaju javnom ili privatnom ponudom, on može biti otvoreni i zatvoreni, dok UCITS fondovi u Hrvatskoj mogu biti samo otvoreni s javnom ponudom. Otvoreni AIF-ovi u Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, dok zatvoreni imaju (osnovani kao d.o.o. ili d.d.). Udjeli otvorenog i zatvorenog AIF-a osnovanog kao dioničko društvo mogu se nuditi javnom ili privatnom ponudom i može prodavati dionice na uređenom tržištu. Udjeli zatvorenog AIF-a osnovanog kao društvo s ograničeno odgovornošću mogu se nuditi samo privatnom ponudom, dakle samo profesionalnim i kvalificiranim ulagačima. Otvoreni AIF s javnom ponudom razlikuje se od UCITS fonda na temelju ulaganja u određenu vrstu imovine koja UCITS fondu nije dopuštena i smije preuzimati nešto veće rizike te je dostupan i malim ulagateljima. AIF s privatnom ponudom u Hrvatskoj se može osnovati kao osnovni AIF i posebni AIF (AIF rizičnog kapitala, AIF poduzetničkog kapitala, AIF s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine, fond fondova, *hedge* fond, specijalizirani AIF, europski fond poduzetničkog kapitala, europski fond socijalnog poduzetništva i drugi).

Imovina UCITS fonda je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, tj. u vlasništvu osoba koje imaju udjel u tom fondu, što znači da je odvojena od imovine društva za upravljanje i ne može biti predmetom likvidacijske ili stečajne mase niti predmetom ovrhe. Društvo za upravljanje upravlja imovinom fonda u svoje ime i za račun imatelja udjela u fondu. Imovina je pohranjena na zasebnom računu od društva za upravljanje, o kojoj brine depozitar – kreditna institucija ili njezina

podružnica. Osim što skrbi o imovini u djelokrug zadataka ulaze: vođenje imovine za račun UCITS fonda, osiguranje odvijanja izdavanja, otkupa i isplata udjela prema zakonu, kontrola ulaganja imovine u skladu s prospektom fonda i provjera izračuna neto imovine i cijene udjela. Udjeli UCITS fonda, na zahtjev ulagatelja, se otkupljuju izravno ili neizravno, iz imovine fonda. Za imovinu otvorenog AIF vrijedi sve što je prethodno opisano i za imovinu UCITS fonda. Razlika je u tome što otvorenim AIF-om može upravljati samo vanjski UAIF. S druge strane, zatvoreni AIF ima pravnu osobnost, i UAIF upravlja za svoje ime i za svoj račun u skladu s Zakonom, pravilima i statutom samog fonda. Udjeli na zahtjev imatelja nisu otkupivi iz imovine fonda. Ovakvim fondom može upravljati vanjski i unutarnji UAIF.³⁹

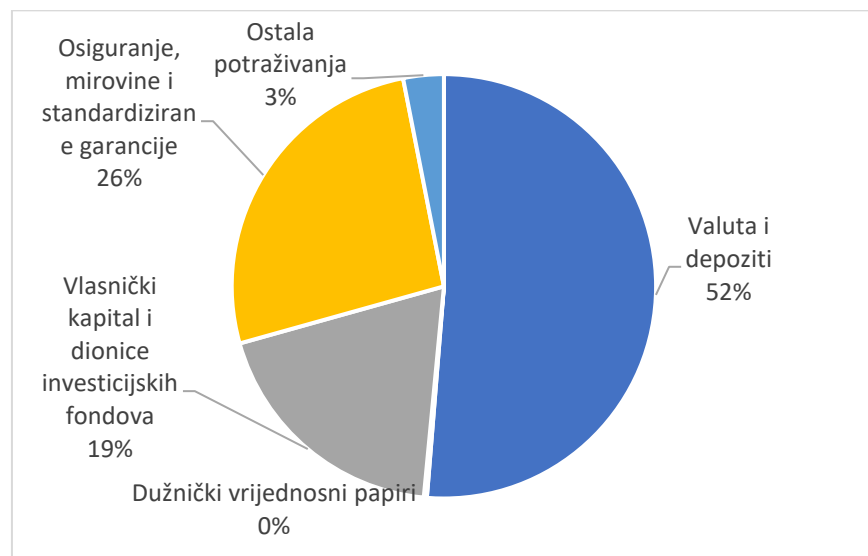
3.4 Struktura tržišta investicijskih fondova

Financijski sustav Hrvatske je bankocentričan, pa je dominacija banaka izražena naspram ostalih financijskih institucija. U strukturi financijskog sektora u Hrvatskoj, prema podacima sa službenih stranica regulatornih institucija, dominiraju kreditne institucije, osiguratelji i mirovinski fondovi, dok ostali institucionalni investitori imaju tek malen udio u ukupnoj aktivni financijskog sektora, iako posljednjih godina kreditne institucije bilježe pad, dok institucionalni investitori bilježe rast značajnosti, primjerice investicijski fondovi. Ovakva struktura financijskog sektora razlog je nedovoljnog razvijenog tržišta kapitala, slaba financijska pismenost stanovništva Hrvatske, odnosno nepoznavanje fondovske industrije, konzervativni karakter stanovništva, nepovjerenje u ostale financijske institucije, osim banaka, i loša povijesna iskustva, pa svoju imovinu drže u sigurnim institucijama, što nam pokazuju i podaci. Prema grafikonu 1. u prvom tromjesečju 2020. stanovništvo Hrvatske najviše je ulagalo u gotovinu i depozite i to čak visokih 52%, zatim u osiguranje i mirovinske fondove s udjelom od 26%, slijede dionice s 19% i ostala imovina sa manjim udjelom. Sektor stanovništva predstavlja vrlo važne suficitarne novčane jedinice jer su izvor novčanih sredstava institucionalnih investitora, pa predstavljaju jedan od čimbenika koji mogu utjecati na razvoj institucionalnih investitora, stoga bi se trebalo poticati stanovništvo na ulaganje u institucionalne investitore kako bi svoju štednju usmjeravali i u druge institucije koje im nose više prinose nego klasična štednja u bankama.

³⁹ Tekst ovog potpoglavlja prilagođen je prema: HANFA, *Investicijski fondovi*. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/3389/za-web-investicijski-fondovi-2019.pdf> (5.8.2020.)

Tržište investicijskih fondova u Hrvatskoj je nedovoljno razvijeno i u usporedbi sa ostalim državama Europske Unije i dalje predstavlja manji dio financijskog tržišta u Hrvatskoj, što se može vidjeti prema slici 3. koja prikazuje udio imovine investicijskih fondova u BDP-u države u Europi, udio imovine u BDP-u Hrvatske iznosi samo 6% što je daleko ispod prosjeka koji iznosi 76%, ispod Hrvatske zemlje sa manjim postocima su Slovenija, Rumunjska, Turska, Grčka i Bugarska, koje također imaju nerazvijen sektor investicijskih fondova u financijskom sustavu. Unatoč niskom postotku kada se gleda cijelo područje Europske Unije, investicijski fondovi u Hrvatskoj dobivaju na sve većoj važnosti posljednjih godina jer su prepoznati kao jedan od čimbenika koji mogu doprinijeti ekonomskom rastu države zajedno sa mirovinskim fondovima i osigurateljima te će u budućnosti taj postotak rasti iz razloga što se fondovska industrija razvija sve više s obzirom na vrste i proizvode koje nude, što rezultira dostupnošću veće količine financijske imovine investicijskim fondovima za financiranje poslovanja u Hrvatskoj.⁴⁰ Iako bilježe rast Hrvatska zaostaje za razvijenim zemljama te će trebati dulje vrijeme da dosegne razinu razvijenih zemalja.

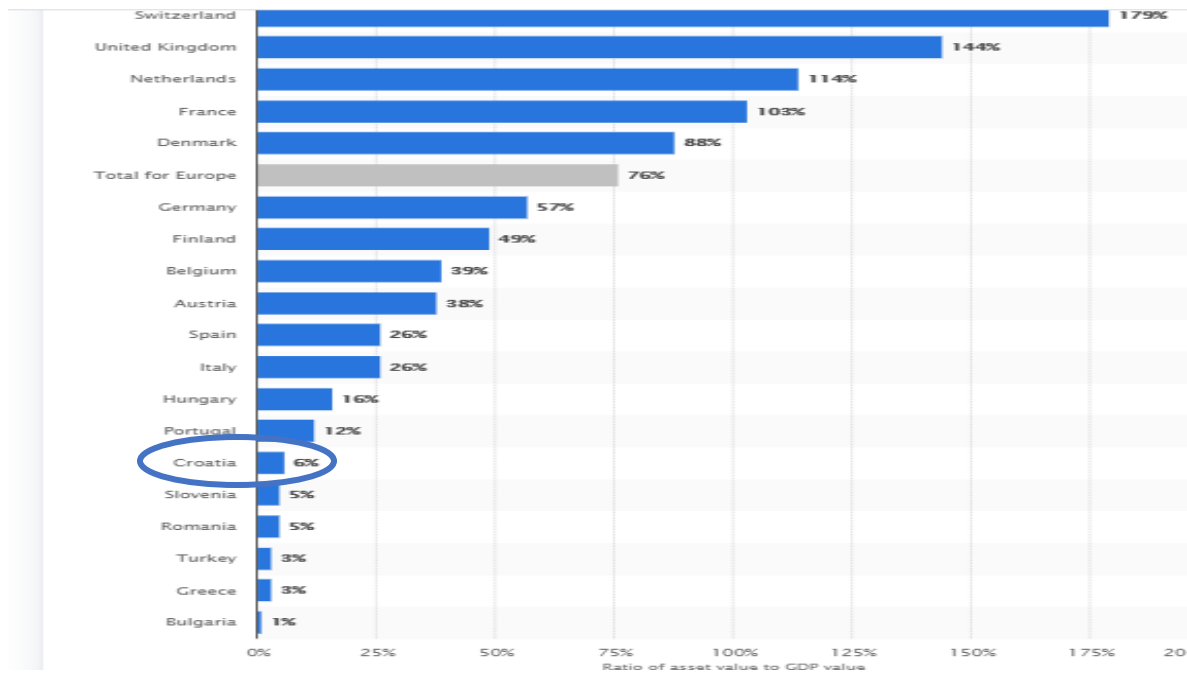
Grafikon 1. Struktura financijske imovine sektora stanovništva u Hrvatskoj, I. tromjesečje 2020



Izvor: izrada autora prema: HNB, Financijski računi – stanja imovine i obveza na kraju 1. travnja 2020.

⁴⁰ Tomek T., Gjoic Tomić T., *Investment funds industry in Croatia*, CEE Legal Matters Magazine, vol.6, br. 11, 2019., str. 49, dostupno na: http://ceelegalmatters.com/Magazines/ISSUE_CEELM_6.11_free.pdf (8.8.2020.)

Slika 3. Udio imovine investicijskih fondova u BDP-u države u Europi 2017. godine, po državama



Izvor: Cherowbrier J., *Statista*. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/368648/europe-investment-funds-assets-to-gdp-ratio-by-country/> (7.8.2020.)

Na tržištu investicijskih fondova u Hrvatskoj u lipnju 2020. prema registru HANFA-e, registrirana su ukupno 24 društva za upravljanje investicijskim fondovima što je jednak broj društva kao i na dan 31.12.2019. godine, od toga čine 14 društva za upravljanje UCITS fondovima i 19 društva za upravljanje AIF-ovima⁴¹. Fond osnovan posebnim zakonom na dan 31.12.2019. godine zabilježio je iznos neto imovine od 946 mil.kn te s obzirom na prethodnu godinu to je rast od 35,7%.

U lipnju 2020. godine broj investicijskih fondova iznosio je 135, a njihova neto imovina na dan 31.12.2019. godine iznosila je 27 mlrd. kn. Kao i u svijetu tako i u Hrvatskoj dominiraju UCITS fondovi, što pokazuje tablica 1., broj UCITS fondova u lipnju 2020. iznosio je 100, a broj AIF-ova 35. U strukturi UCITS fondova dominiraju obveznički sa brojem 40, zatim dionički kojih ima 23, 9 mješovita, 2 novčana i 2 napajajuća⁴². U strukturi AIF-ova dominiraju AIF-ovi s privatnom ponudom (32), 3 s javnom ponudom i 5 fondova rizičnog kapitala. Posebnu pozornost trebalo bi

⁴¹ Popis društva za upravljanje UCITS fondovima i AIF-a dostupan je na sljedećim stranicama: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima/> i <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/drustva-za-upravljanje-alternativnim-investicijskim-fondovima/>

⁴² Napajajući fond (engl. *feeder*) je fond koji najmanje 85 % svoje imovine ulaže u udjele glavnog fonda (engl. *master*) te u skladu s tim ima isti ulagački cilj i strategiju kao i glavni fond. HANFA, Godišnje izvješće 2019.

posvetiti i AIF-ovima, s privatnom ponudom i rizičnog kapitala, jer postaju značajni za gospodarski rast te postaju sve više aktivni na hrvatskom tržištu.

Tablica 1. Broj (lipanj 2020.) i imovina (prosinac 2019.) investicijskih fondova u Hrvatskoj

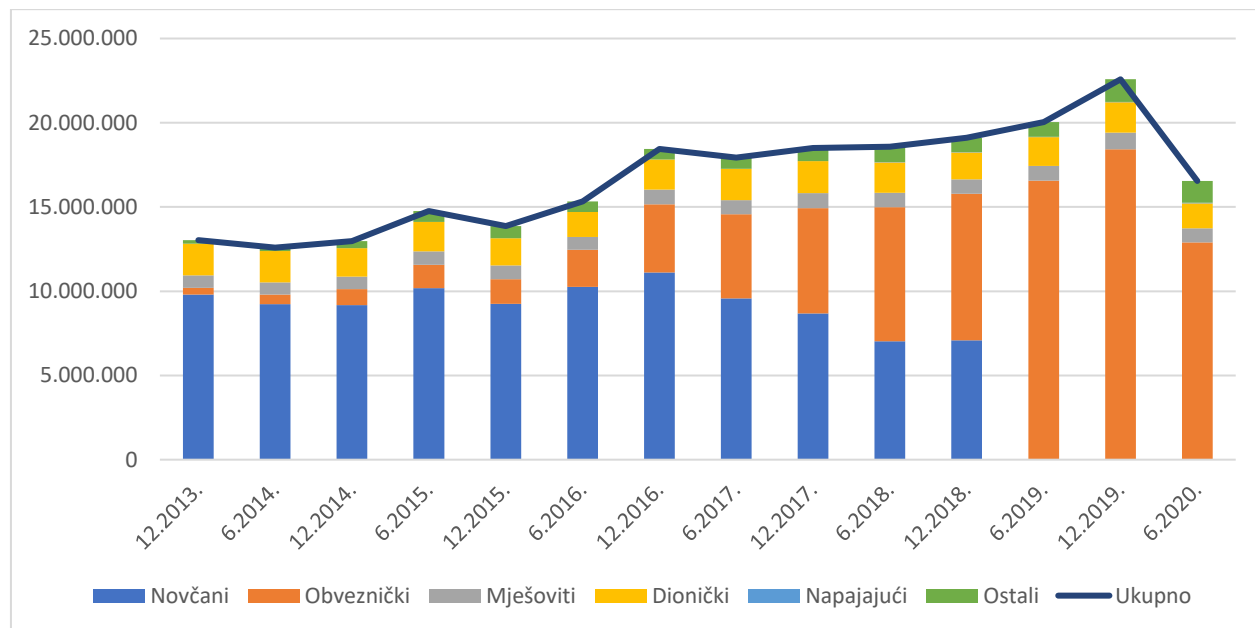
Vrsta fonda	Broj	Imovina u tis.kn	
		31.12.2019.	06/2020.
UCITS fondovi	100	22.577.123	16.551.382
Novčani	2	8.070	5.252
Obveznički	40	18.422.580	12.887.930
Mješoviti	9	986.039	844.288
Dionički	23	1.806.191	1.483.291
Napajajući	2	15.161	23.797
Ostali	24	1.339.081	1.306.825
Alternativni investicijski fondovi	35	4.474.656	
- S javnom ponudom	3	148.543	
Otvoreni s javnom ponudom		0	
Zatvoreni s javnom ponudom	2	148.543	
Zatvoreni s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	1	0	
- S privatnom ponudom	32	4.326.112	
Osnovni s privatnom ponudom	11	1.302.776	
Posebni s privatnom ponudom	15	953.155	
Rizičnog kapitala	5	684.847	
Rizičnog kapitala s privatnom ponudom	0	2.179	
Rizičnog kapitala s privatnom ponudom - Fondovi za gospodarsku suradnju	5	682.668	
Zatvoreni s privatnom ponudom	1	1.385.334	
UKUPNO	135	27.051.779	

Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

Zbog popularnosti UCITS fondova u svijetu tako i u Hrvatskoj, smatraju se jednim od pokazatelja razvijenosti fondovske industrije u pojedinoj državi. Na grafikonu 2. prikazano je kretanje neto imovine UCITS fondova, neto imovina u lipnju 2020. iznosila 16,6 mlrd.kn, što je pad od 6,1 mlrd. kn u odnosu na 31.12.2019. Pad imovine može biti većim dijelom zbog loših tržišnih kretanja koje je posljedica zbog korona virusa. Prijašnjih godina bilježili su kontinuiran porast neto imovine što je posljedica povoljnih tržišnih kretanja, ali i veće neto prodaje udjela, što se vidi na grafikonu 5. Neto imovina AIF-ova (grafikon 3.) na dan 31.12.2019. iznosila je 4,5 mlrd. kn. U odnosu na prethodnu godinu neto imovina alternativnih investicijskih fondova s javnom ponudom pala je za

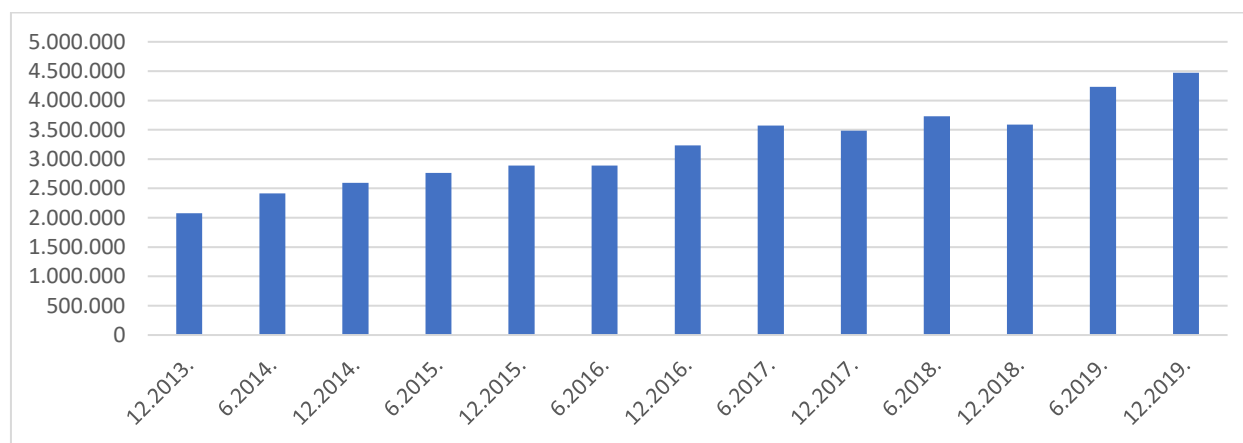
31,6%, dok je istovremeno imovina alternativnih investicijskih fondova s privatnom ponudom porasla za 28,3 %.⁴³

Grafikon 2. Neto imovina UCITS fondova po polugodištima, prosinac 2013. - lipanj 2020., u tis.kn



Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

Grafikon 3. Neto imovina AIF-a po polugodištima, prosinac 2013. - lipanj 2020., u tis. kn

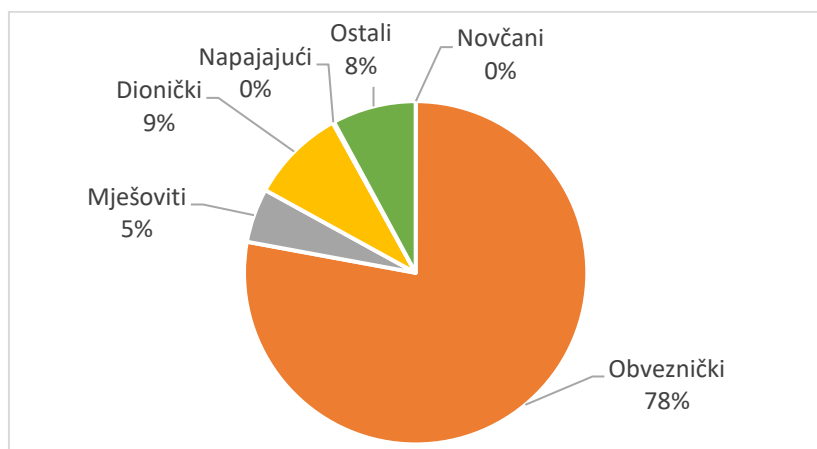


Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

⁴³ HANFA, *ibid.*, str. 23

Grafikon 4. prikazuje stanje strukture UCITS fondova prema vrsti u lipnju 2020., s brojem (40), ali i udjelom u neto imovini svih fondova (12,9 mlrd.kn (lipanj 2020.), tj. 76%) dominiraju obveznički fondovi. Ovakva dominacija obvezničkih fondova posljedica je stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima, zbog čega su se novčani fondovi početkom 2019. preregistrirali u kratko-ročne obvezničke fondove, pa u lipnju 2020. imamo samo dva novčana fonda, dok je na početku 2019. brojka iznosila 21. Nakon obvezničkih slijede dionički fondovi s udjelom od 9%, odnosno sa vrijednošću neto imovine u lipnju 2020. od 1,4 mlrd. kn te mješoviti sa 5% i ostali sa 8%. Ovakva struktura UCITS fondova pokazuje na nerazvijenost financijskog tržišta u Hrvatskoj, nedovoljnu financijsku pismenost stanovništva, strah od preuzimanja viših rizika, promjenu regulative novčanih fondova.

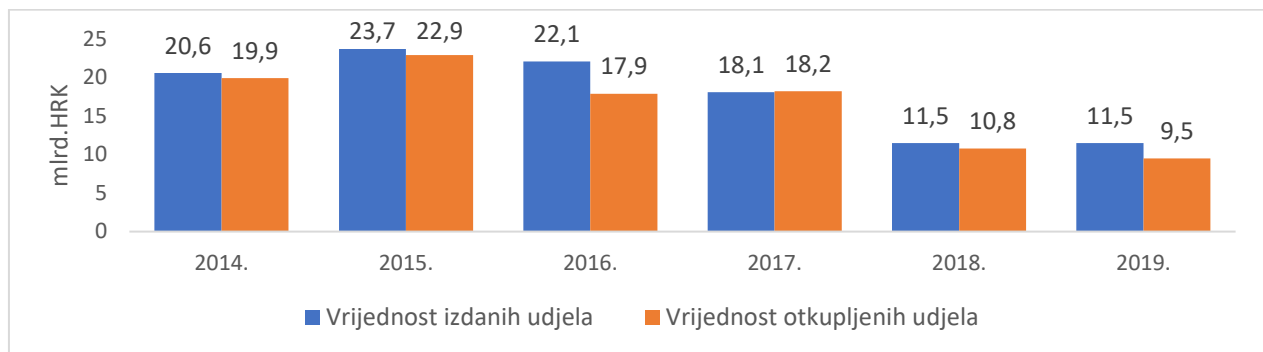
Grafikon 4. Struktura UCITS fondova prema vrsti, lipanj 2020.



Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

Promjena imovine UCITS fondova bila je u pozitivnom smjeru što pokazuje i grafikon 5. gdje od 2014. do 2019. imamo veću neto prodaju udjela nego odljeve, a takvu promjenu prati i porast neto imovine UCITS fondova. Sve do 2017. godine vrijednosti izdanih udjela premašivale su iznos od 20 mlrd kn, dok je vrijednost nešto manja od 2017. do 2019. godine.

Grafikon 5. Izdavanje i otkup udjela u UCITS fondovima u razdoblju od 2014. do 2019. godine, u mlrd. kn



Izvor: obrada autora prema: HANFA, službeni podaci

Na prethodnim grafikonima može se vidjeti da se bilježi kontinuirani rast neto imovine UCITS fondova sve do 2019. godine, pa se može zamijetiti i trend rast interesa investitora u Hrvatskoj za ulaganje u investicijske fondove. Na vrijednost neto imovine, osim cijena financijskih instrumenta, ima i ekonomski razvoj zemlje koji se mjeri BDP-om. Prema istraživanju pokazalo se da postoji pozitivna veza između vrijednosti neto imovine investicijskih fondova i BDP-a, što vidimo i u tablici 2., gdje se vidi da rastom BDP-a UCITS fondovi bilježe također rast vrijednosti neto imovine od 2014. do 2019. godine, te udio neto imovine u BDP-u iznosi 5,65%, što je porast od 1,73 postotna poena s obzirom na 2014. godinu. No prema istraživanju Perčević, H. i Mićin, M. (2017.) pokazalo se da koeficijent korelacije je slab do umjeren, te se može zaključiti da ne bilježe jednake vrijednosti porasta/pada u svim godinama, pa ne postoji jaka pozitivna statistička povezanost.⁴⁴

⁴⁴ Perčević, H., i Mićin M., *op.cit.* u bilj. 26, str. 224 i 225

Tablica 2. Neto imovina UCITS fondova (u mlrd. kn) i udio u BDP-u u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2014. do 2019. godine

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. ¹	2019. ¹
UCITS	13,0	14,0	18,4	18,5	19,1	22,6
BDP²	331,3	339,7	351,2	366,4	382,6	400,1
Udio u BDP-u	3,92%	4,12%	5,24%	5,05%	4,99%	5,65%

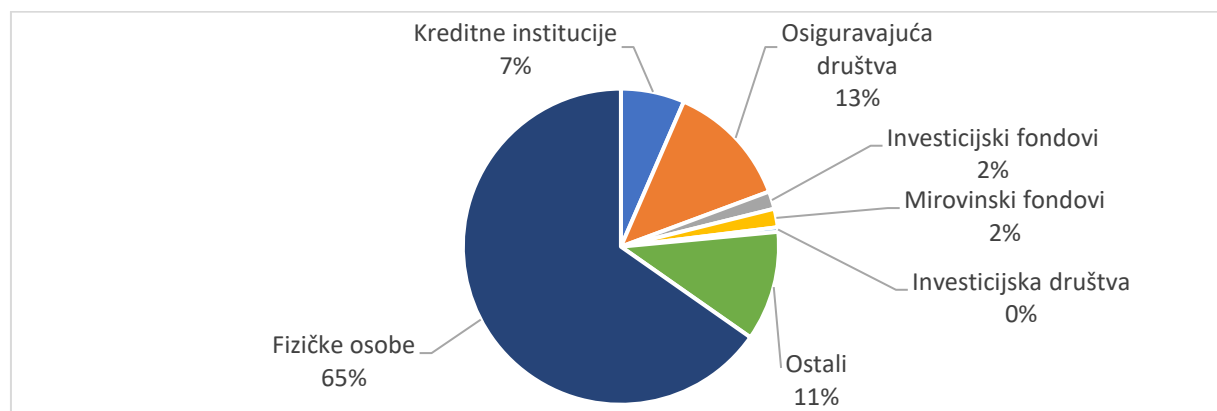
Napomena: 1) Privremeni podaci

2) Bruto domaći proizvod, tržišne cijene (tekuće), mlrd. kn, godišnji obračun

Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci i DZS, Hrvatska u brojkama, 2019.

Strukturu ulagača – udjelničara u UCITS fondove prema neto imovini u ožujku 2020. pokazuje grafikon 6., prednjače fizičke osobe sa visokih 65%, slijede osiguravajuća društva sa 13%, kreditne institucije 7%, mirovinski fondovi i investicijski fondovi sa 2%. Udjelničari su pretežito domaći, tj. 95%, a ostalih 5% su stranci.⁴⁵

Grafikon 6. Struktura ulagača - udjelničara UCITS fondova prema neto imovini, ožujak 2020., u %



Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

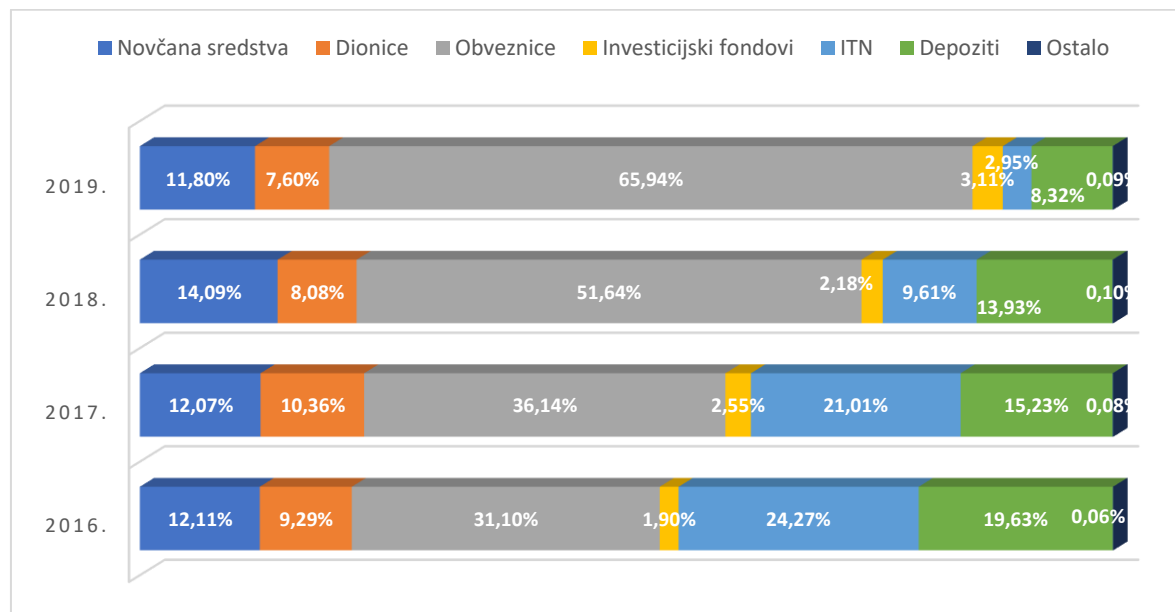
3.5 Struktura ulaganja investicijskih fondova

Zakonodavni okvir poslovanja investicijskog fonda kao i prospekt i statut određuju strukturu ulaganja imovine investicijskog fonda. Različite su strukture ulaganja prema vrsti investicijskog fonda, a u skladu su sa njihovom strategijom ulaganja i investicijskim ciljevima.

⁴⁵ HANFA, Službeni podaci, ožujak 2020.

Imovina UCITS fondova u razdoblju od 2016. do 2019. godine dominantno je uložena u instrumente na domaćem financijskom tržištu, no primjetan je porast interesa za inozemnim ulaganjem što pokazuje i rast udjela inozemnog ulaganja.⁴⁶ Kako UCITS fondovi dominiraju netom imovinom u neto imovini investicijskih fondova u Hrvatskoj i značajno ulažu u domaće financijske instrumente, njihova vrijednost neto imovine uveliko ovisi o gospodarskoj situaciji zemlje. S obzirom na strukturu ulaganja UCITS fondova prema vrsti financijskog instrumenta (grafikon 7.) krajem 2019. godine dominiraju obveznice sa 66% ulaganja, što je porast od 14 postotna poena na prethodnu 2018. godinu. Krajem 2019. dionice su činile tek 7,6% ulaganja i može se primijetiti pad ulaganja u dionice od 2016. godine (9,29%). Zamjetan je i pad udjela depozita i instrumenata tržišta novca (ITN) te rast udjela investicijskih fondova u strukturi ulaganja u promatranom razdoblju.

Grafikon 7. Struktura ulaganja UCITS fondova u razdoblju od 20016. do 2019. godine, u %



Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

U strukturi ulaganja najviše vrijednosti bilježe vrijednosni papiri i depoziti što prikazuje tablica 3. S aspekta domaćeg ulaganja najviše se ulaže u državne obveznice i depozite, a što se tiče inozemnog ulaganja najviše se ulaže u dionice i državne obveznice te se u inozemne depozite uopće ne ulaže u promatranom razdoblju. Iako se više ulaže u inozemne dionice nego u domaće, i dalje inozemna ulaganja u dionice u strukturi ulaganja UCITS fondova čine tek manji dio ulaganja u

⁴⁶ HANFA, Službeni podaci

vrijednosne papire u odnosu na domaće. Zamjetan je rast ulaganja domaćih vrijednosnih papira i depozita sve od 2016. do 2019. no nakon toga slijedi pad od kraja 2019. do lipnja 2020. (zadnji dostupni podaci). Pad od 6 mlrd. kn može se pripisati nepovoljnim tržišnim kretanjima i nepovoljnoj gospodarskoj situaciji zemlje u kojoj se našla zbog okolnosti uzrokovanih COVID-19.

Tablica 3. Struktura vrijednosnih papira i depozita kao dijela strukture ulaganja UCITS fondova u razdoblju od 2016. do lipnja 2020. godine, u tis. kn

	2016.	2017.	2018.	2019.	06.2020.
Vrijednosni papiri i depoziti	17.158.828	16.422.570	17.252.608	20.651.599	14.630.754
<i>Domaći</i>	15.580.920	13.841.039	14.426.981	15.299.820	10.140.123
Dionice + GDR	826.260	671.267	547.768	599.067	439.395
Državne obveznice	5.652.130	6.194.056	8.934.409	11.846.979	7.652.287
Municipalne obveznice	404	0	0	0	0
Korporativne obveznice	276.093	141.126	205.738	131.189	149.488
AIF	0	0	0	0	0
UCITS fondovi	86.445	101.939	74.095	90.213	120.563
Instrumenti tržišta novca	4.830.844	3.799.837	1.852.531	677.896	313.137
Depoziti	3.908.746	2.932.814	2.812.440	1.954.477	1.465.253
<i>Inozemni</i>	1.577.908	2.581.531	2.825.627	5.351.779	4.490.631
Dionice	1.023.485	1.324.448	1.084.204	1.186.253	1.028.693
Državne obveznice	224.790	534.546	1.205.441	3.487.359	2.752.228
Municipalne obveznice	0	0	0	0	0
Korporativne obveznice	37.305	88.302	80.882	23.394	90.382
AIF	0	0	0	0	0
UCITS fondovi i OIF s javnom ponudom	292.328	389.123	366.617	639.634	602.629
Instrumenti tržišta novca	0	245.112	88.482	15.139	16.699
Depoziti	0	0	0	0	0
Ostala imovina	12.200	15.851	19.558	20.874	22.680

Izvor: izrada autora prema: HANFA, službeni podaci

4. UČINCI SVJETSKJE FINACIJSKE KRIZE S POČETKOM 2007. GODINE I KRIZE IZAZVANE COVID-19

4.1 Gospodarska i financijska (ne)stabilnost na međunarodnom tržištu

Svako desetljeće obilježeno je ekonomskom krizom, 21. stoljeće dosada je obilježeno čak dvjema ekonomskim krizama koje će se pamtili i proučavati u stručnim literaturama dugi niz godina. Govoreći o krizama može se upotrijebiti metafora koja glasi da svaka kriza ima izrazite sličnosti sa medicinskom bolešću. U oba slučaja, u cilju da se pronađe lijek treba prvo pronaći i nakon toga liječiti uzroke bolesti.⁴⁷ Početak 2020. godine pokazalo je da ta dva pojma, kriza i bolest, itekako imaju poveznicu. Čitav svijet zahvatio je virus koji dosada nije bio poznat u svijetu medicine te uzrokovao promjene u ljudskim životima i postavio granice novog života, tj. „novog normalnog“. Samo 12 godina kasnije nakon Velike financijske krize iz 2008. godine pojavila se nova ekonomska kriza, uzrokovana korona virusom, za koju se smatra da će ostaviti još dublje i dugotrajnije posljedice na nacionalne ekonomije svijeta. Ovakva zdravstvena kriza uveliko se razlikuje od Velike financijske krize i ostalih kriza. Nijedna kriza dosada nije nastupila tako brzo i uzrokovala duboki pad gospodarske aktivnosti. Inducirana je politikom potiskivanja gospodarske aktivnosti u svrhu rješavanja hitne zdravstvene situacije i zaštite ljudskih života socijalnom distancom. U usporedbi sa Velikom financijskom krizom čiji je izvor bio u financijskom sektoru i srušio gospodarsku aktivnost, izvor COVID-19 krize je realni sektor koji prijeto narušavanju financijskog sektora te zbog povratno-uzročne veze, nestabilnosti financijskog sustava prelit će se nazad na realni sektor.⁴⁸

4.1.1 Učinci svjetske financijske krize s početkom 2007. godine

Ekonomska kriza nazvana još i „Prva globalna financijska kriza 21. stoljeća“⁴⁹ započela je u SAD-u te se proširila i na ostatak svijeta. Korijeni krize mogu se opisati: višegodišnjom praksom vođenja ekspanzivne monetarne politike vodećih svjetskih banaka (FED-a, ECB-a, BoE i BoJ), financijske liberalizacije (deregulacije), internacionalizacije financija, jačanja međunarodnih kapitalnih tokova, povijesno najnižih kamatnih stopa koje su pridonijele jeftinom zaduživanju na međunarodnom tržištu, bujanje financijskog sektora zbog obilja likvidnosti do 2005/06. godine, nekontrolirani rast cijena nekretnina i posljedično ekspanzija sektora nekretnina, a nakon toga

⁴⁷ BIS, *79th Annual Report*, 1 April 2008 – 31 March 2009, Basel, lipanj 2009., str.4

⁴⁸ BIS, *Annual Economic Report 2020.*, Basel, lipanj 2020., str. IX

⁴⁹ Stiglitz J., *Making Globalization Work*, New York, W.W. Norton & Co., 2006., str. 68

drastičan pad cijena, blagi uvjeti odobravanja kredita, kreditna ekspanzija, podreguliranost financijskog sektora, samo su od nekih uzroka nastanka spomenute krize. Početak krize započinje u kolovozu 2007. godine na tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita u financijskom sektoru najvećeg svjetskog gospodarstva, SAD-a. Posredstvom tada novog postupka sekuritizacije takvi krediti transformirani su u vrijednosne papire koji su se prodavali na tržištu kapitala i na taj način se kreditni rizik kojeg su banke preuzimale odobravanjem takvih kredita prenosile na tržište kapitala. Kriza se može opisati u pet faza: Prva faza je u razdoblju od lipnja 2007. do ožujka 2008. godine koju karakterizira neplaćanje hipotekarnih kredita koji su stvorili bankovne gubitke i otpise, problemi s likvidnošću, pad vrijednosti imovine na financijskim tržištima. Razdoblje od sredine ožujka do sredine rujna 2008. godine obuhvaća drugu fazu koju karakteriziraju problemi s financiranjem i solventnošću stvarajući uvjete za bankrot nekih institucija, kao što je investicijska banka *Lehman Brothers* koja je bankrotirala 15. rujna 2008. godine i označila početak treće najintenzivnije faze. Treća faza trajala je do kraja listopada 2008., i obilježili su je gubitak povjerenja među financijskim posrednicima i ostalim sudionicima na financijskim tržištima, bijeg sa financijskih tržišta, opća nelikvidnost, pad burzovnih indeksa i rast cijene novca, sve više financijskih institucija je bankrotiralo ili su bile spašavane od strane vlade. Četvrta faza obuhvaća razdoblje od kraja listopada 2008. godine do sredine ožujka 2009. gdje su se financijska tržišta prilagođavala novonastalom tmurnom okruženju koje je prevladavalo, postojanje neizvjesnosti u vezi intervencija razvijenih zemalja na financijsko tržište i cjelokupnu ekonomiju. Peta i posljednja faza započela je sredinom ožujka 2009. u kojoj se javljaju naznake optimizma financijskih tržišta usprkos lošem makroekonomskom okruženju i neizvjesnošću o kraju financijske i ekonomske krize.⁵⁰

Dramatični razmjeri krize zabilježeni su u trećoj fazi krize gdje je financijski sustav u potpunosti bio narušen. Krajem 2008. godine globalni financijski sustav bio je spašavan državnim intervencijama putem davanja državnih jamstva za štedne depozite i međubankovne posudbe, dokapitalizacijom banaka, odobravanjem fiskalnih olakšica i drugih mjera. Bijeg kapitala i zaoštavanje kreditnih uvjeta na globalnoj sceni uzrokovali su pad potrošnje, proizvodnje i opsega trgovine, rast nezaposlenosti, rast stope štednje, smanjenje ulaganja u fiksni kapital i potrošačka dobra, imali su za posljedicu pad globalne potražnje. Mnoge zemlje pogođene su i padom stranih

⁵⁰ BIS, *op.cit.* u bilj. 47, str. 15, 16 i 17

ulaganja i izvoza industrijskih proizvoda, i kao posljedica svih događaja došlo je i do smanjenja opće stope inflacije.⁵¹

Posljedice krize slijedile su na tržištu roba, cijene roba su bile izrazito volatilne tijekom 2008., početkom godine su rasle i nastavljale trend iz 2003., no sredinom 2008. cijene su promijenile svoj smjer prema padu. Cijene nafte pale su za više od 60% u odnosu na vrhunac kojeg su imale od srpnja do studenog, a cijene ostalih roba također su izričito padale. Rast međunarodna trgovine naglo je usporio, a razlog je pad uvoza SAD-a. Uvoz SAD-a, koji je tada činio 15% svjetske trgovine, padao je u svakom tromjesečju (dalje u tekstu: tr.) od zadnjeg tr.2007.godine. Obujam međunarodne trgovine je pao na oko 2% od rujna 2008. što čini jednu trećinu stope rasta prethodne godine.⁵²

Među prvim indikatorima su i veliki pad protoka privatnog kapitala i međunarodne trgovine. Pad međunarodne potražnje doveo je do pada izvoza iz zemalja u nastajanju, a u međuvremenu protok privatnog kapitala u zemljama u razvoju je pao što je posljedica smanjene likvidnosti u razvijenim zemljama te je navelo investitore da se povuku iz tržišta u nastajanju. Razvijene zemlje su doživjele pad od 0,5% BDP-a u 2008., tranzicijske zemlje osjetile su pad od 5,5% dok su zemlje u razvoju zabilježile pad od 5,4%. Tijekom 2009. pokazivali su se znakovi oporavka u mnogim zemljama u razvoju zbog raznih paketa poticaja koji su poticali potražnju i mjera od strane vlada koja su smanjile neizvjesnost i sistemski rizik na financijskim tržištima.⁵³ Promatrajući pojedinačno, SAD je zabilježio najveći pad realnog BDP-a u prvom tr. 2009. od 1,6%, Eurozona također je u istom razdoblju zabilježila najveći pad od 2008. i to od 2,4%, Japan je imao najveći pad BDP-a u zadnjem tr. 2008. od 3%.⁵⁴ Omjer globalnog javnog duga i BDP-a imao je nagli rast tijekom krize. Prema tablici 4. razvijene zemlje imale su najveću zaduženost čiji je dug porastao na 90,6% u 2009., a zemljama u razvoju dug je porastao na 38% u 2009. Državna bilanca također se pogoršala najviše pogoršanje osjetile su zemlje sa visokim dohotkom. Gledajući ukupno deficit opće države također je imao trend rasta od 2007. godine. Kao i u slučaju zaduženosti, razvijene zemlje imale su veći

⁵¹ Mlikotić, S., *Globalna financijska kriza - uzroci, tijek i posljedice*, Pravnik, vol. 44, br.89, 2010., str. 87-89. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/98006> (14.08.2020.)

⁵² United Nations (UN), *World Economic Situation and Prospects 2009.*, United Nations, New York, 2009., str. 17. Dostupno na: https://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2009wesp.pdf (15.08.2020.)

⁵³ Independent Evaluation Group (IEG), *The World Bank Group's Response to the Global Economic Crisis : Phase 1.*, Washington, DC: World Bank, 2011., str. 11. Dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2277> (15.08.2020.)

⁵⁴ HNB, *Bilten br.154*, tromjesečno izdanje, HNB, Zagreb, prosinac 2009., str. 4

deficit u krizi nego zemlje u razvoju, a razlog u oba slučaja je to što su razvijene zemlje imale lošije pozicije već prije početka krize s obzirom na zaduženost i fiskalni deficit, no takva fiskalna i monetarna ekspanzija u tom trenutku bila je odgovarajuća jer bez poduzimanja takvih mjera recesija bi se pretvorila u svjetsku depresiju.⁵⁵

Tablica 4. Bruto dug i bilanca opće države prema grupi zemalja, u %BDP

	Bruto dug opće države				Bilanca opće države			
	2000.	2005.	2007.	2009.	2000.	2005.	2007.	2009.
Svijet	58.3	60.4	58.0	68.9	-1.1	-1.7	-0.6	-7.2
Razvijene zemlje	66.7	74.7	72.9	90.6	0.2	-2.3	-1.1	-8.8
Zemlje u razvoju	46.2	40.1	36.9	38.0	-3.2	-0.8	0.0	-4.9

Izvor: izrada autora prema: Independent Evaluation Group, *The World Bank Group's Response to the Global Economic Crisis : Phase I.*, Washington, DC: World Bank, 2011., str. 13 i 14. Dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2277> (15.08.2020.)

Nezaposlenost u SAD-u dosegla je razinu od 9,3% na kraju 2009., Europska Unija je također pratila trend čija je nezaposlenost iznosila 9,2% u istom razdoblju, a Japan je imao nižu stopu nezaposlenosti od 5,4%. Rast nezaposlenosti bila je nešto manja u OECD zemljama, sredinom 2009, u zemljama OECD-a stopa nezaposlenosti iznosila je 8,3%, što je značilo da je 15 milijuna ljudi izgubilo posao u usporedbi sa 2007.⁵⁶

Devizno tržište također je zabilježilo značajne volatilnosti, američki dolar znatno je oslabio prema glavnim valutama, a posebice prema euru, tijekom 2008. izrazito je bio volatilan. Kasnije je dolar značajno aprecirao prema ostalim značajnim valutama, osim Japanskog jena. Zemlje u razvoju usporavale su trend aprecijacije prema dolaru, valute u zemljama koje su izvoznici su deprecirale prema dolaru značajno od sredine 2008.godine.⁵⁷

Globalna financijska kriza imala je dramatične učinke i na financijska tržišta i na realni sektor, iako su prvo opisani učinci na realni sektor, prvi učinci krize vidljivi su na financijskom tržištu SAD-a

⁵⁵ IEG, *op.cit.* u bilj. 53, str. 13 i 14

⁵⁶ Keeley, B. and P. Love, *From Crisis to Recovery: The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insights, OECD Publishing, Paris, 2010., str.36 i 64. Dostupno na: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/from-crisis-to-recovery_9789264077072-en (15.08.2020) i UN, *World Economic Situation and Prospects 2010*, United Nations, NY, 2010., str. 153. Dostupno na: <https://www.un.org/en/development/desa/publications/world-economic-situation-and-prospects-2010.html> (9.09.2020.)

⁵⁷ UN, *op.cit.* u bilj. 52, str. 16

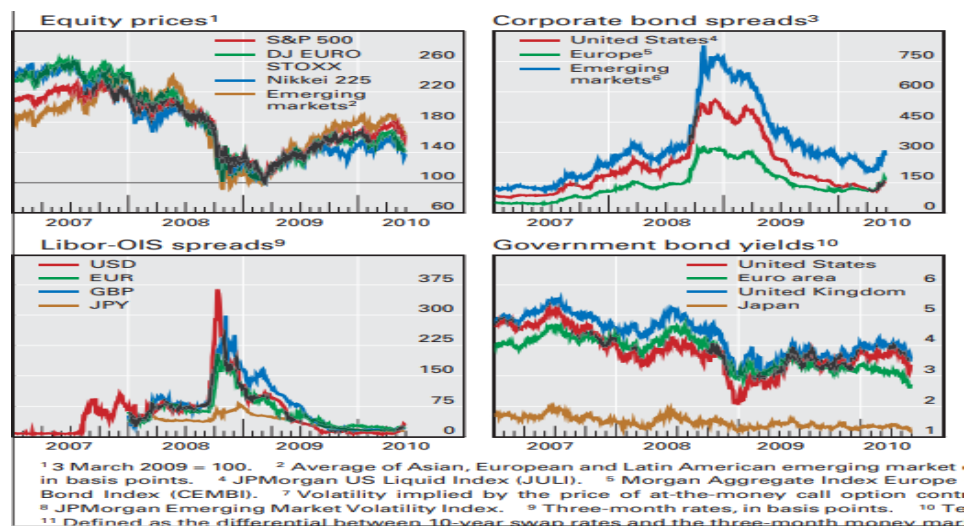
gdje je kriza i započela, točnije na tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita. Kolaps *Bear Sterns*-a, pete najveće investicijske banke u SAD-u, bio je signal nastalih problema i krize koja se događala. Cijene nekretnina nastavile su padati tijekom 2008. po godišnjoj stopi od 17%. Stope neplaćanja kredita porasle su osobito za hipotekarne kredite, oko 40% takvih kredita koji potječu od 2006. godine bilo je delikvidentno do druge polovice 2008. te se vrijednost imovine pod hipotekom znatno pogoršala. Financijske institucije diljem svijeta otpisale su ukupnu vrijednost od 700 mlrd. dolara vrijednosnih papira zaštićenih imovinom (ABS-ovi) do trećeg tr.2008.godine. Daljnji otpisi su i dalje slijedili kako je cijena takvih vrijednosnica pada, što je dovelo do ubrzane erozije kapitalne baze financijskih institucija i njihove sposobnosti pozajmljivanja. Investitori su postali averzični prema riziku te se izgubilo povjerenje na financijskim tržištima što je dovelo do daljnjeg pada cijena imovine i do smanjenja likvidnosti na tržištu pozajmljivanja. CDS raspon bio je iznad povijesnih razina, a cijene dionica također su padale od listopada 2007. kada su zabilježile vrhunac rasta. Banke su prestale pozajmljivati čak i međusobno te tako nastali stres na kreditnom tržištu uzrokovao je rast razlike između kamata na međubankarskom tržištu (LIBOR) i kamata na trezorske zapise SAD-a, između rujna i početkom listopada zabilježena je najveća razina u desetljećima, porast na 400 baznih bodova. Tržište dionica doživjelo je krah, pad dioničkih indeksa, velika volatilnost, pad tržišne kapitalizacije, samo u prvih deset dana u listopadu tržišta širom svijeta pala su za oko 20%. Za godinu dana, svjetska tržišta dionica pala su za oko 40%. Mnoge važne financijske institucije bile su suočene sa velikim financijskim poteškoćama i isključene iz tržišta dugoročnog kapitala i kratkoročnog financiranja. Europa je doživjela isti scenarij gdje su mnoge financijske institucije bile na rubu propasti i bankrota. Nakon rujna 2008. troškovi zaduživanja za zemlje u nastajanju su porasli zbog poteškoća globalnog kreditnog tržišta. Indeks obveznica za tržišta u nastajanju (EMBI) porastao sa 250 na 550 baznih bodova tijekom druge polovice rujna.⁵⁸ Odgovor centralnih banaka na nelikvidnost financijskog sustava bio je drastičnim smanjenjem kamatnih stopa na vrlo niske razine kako bi ubrizgale likvidnost, posebice na tržište kredita, što je dovelo do straha od zamke likvidnosti. Uslijedio je pad prinosa na državne obveznice u studenom i prosincu 2008., prinosi na dvogodišnje obveznice SAD-a i euro područja pali su na oko 2%, a prinosi na desetogodišnje obveznice SAD-a krajem prosinca na 2,05%, dok su dugoročne obveznice euro područja ostale ipak na nešto višoj razini (slika 4.)⁵⁹ Došlo je do

⁵⁸ UN, *op.cit.* u bilj. 52, str. 9-12

⁵⁹ BIS, *op.cit.* u bilj. 47, str. 32

preslagivanja portfelja investitora na tržištima, rizičniji oblici imovine izgubili su na važnosti te se zbog gubitka povjerenja i straha od rizika počelo naveliko ulagati na novčanom tržištu, odnosno „bijeg u sigurno“.

Slika 4. Cijene imovine za vrijeme financijske krize



Izvor: BIS, *80th Annual Report*, 1 April 2009– 31 March 2010, Basel, lipanj 2010.,str.23

4.1.2 Učinci krize izazvane COVID-19

Mnoge države na gospodarsku krizu iniciranu zdravstvenim šokom zaraze korona virusom uvele su mjere zdravstvene zaštite i time iznenadno zaustavile („sudden stop“) i zaključale („lockdown“) svoje gospodarske i financijske tokove.⁶⁰ Sve je krenulo iz Kine gdje su se prvo javili zdravstveni problemi povezani sa virusom i početkom 2020. širenje virusa poprimilo je globalne razmjere. Svjetska zdravstvena organizacija je tako 11. ožujka 2020. proglasila globalnu pandemiju. Nakon eskalacije broja zaraženih u Italiji brojne zemlje EU zaključale su djelomično ili potpuno svoje ekonomije, takve mjere su izazvale dvostruki makroekonomski šok-šok ponude i šok potražnje.⁶¹

Pandemija je uzrokovala snažni pad BDP-a u većini zemalja svjetski BDP je pao za više od 10% u prvom tr.2020. Prema projekcijama, razvijene ekonomije smanjit će se za 7% zbog mjera socijalne distance, pooštavanja financijskih uvjeta i pada vanjske potražnje. Među njima najveći pad će

⁶⁰ Čavrak V., *Makroekonomija krize COVID-19 i kako pristupiti njenom rješavanju*, EFZG working paper series, vol., br. 03,2020., str.16, 2020. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/236781> (19.08.2020.)

⁶¹ HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, prvo polugodište 2020., br. IV, HANFA, Zagreb, kolovoz 2020., str. 5

imati Euro područje od 9,1%, a SAD i Japan 6,1%, razlog većeg pada je to što je SAD među zadnjim zemljama koja je uvela stroge epidemiološke mjere, dok su zemlje Euro područja početkom globalne epidemije uvele stroge mjere. Tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju imat će pad od 2,5% u 2020. Zemlje ovisne o izvozu zabilježit će veliki pad zbog smanjenja globalne potražnje i slabijeg rasta u Kini, za koji se projicira da će biti samo 1% u 2020. Prema ovakvim naznakama globalni rast past će za 5,2% ove godine što je tri puta veći pad nego posljednje globalne financijske krize (tablica 5.)⁶² zbog zatvaranja ekonomija, restrikcija kretanja ljudi, dobara i usluga što ugrožava ponudu i globalnu potražnju za dobrima i uslugama. Potražnja za naftom i ostalom robom naglo je pala jer su transport, zračni prijevoz i proizvodnja zastali. Potrošnja se srušila kako su se ekonomske mogućnosti suzile, mnoga kućanstva štede zbog neizvjesnosti dohotka u budućnosti.⁶³

Tablica 5. Realni BDP, postotna promjena u odnosu na prethodnu godinu

	2017	2018	2019e	2020f	2021f
SVIJET	3,3	3,0	2,4	-5,2	4,2
RAZVIJENE ZEMLJE	2,5	2,1	1,6	-7,0	3,9
SAD	2,4	2,9	2,3	-6,1	4,0
Europodručje	2,5	1,9	1,2	-9,1	4,5
Japan	2,2	0,3	0,7	-6,1	2,5
TRŽIŠTA U NASTAJANJU I ZEMLJE U RAZVOJU	4,5	4,3	3,5	-2,5	4,6
Zemlje izvoznice	2,2	2,1	1,5	-4,8	3,1
ISTOČNA AZIJA I PACIFIK	6,5	6,3	5,9	0,5	6,6
Kina	6,8	6,6	6,1	1,0	6,9
EUROPA I SREDIŠNJA AZIJA	4,1	3,3	2,2	-4,7	3,6
LATINSKA AMERIKA I KARIBI	1,9	1,7	0,8	-7,2	2,8
BLISKI ISTOK I SJEVERNA AFRIKA	1,1	0,9	-0,2	-4,2	2,3
JUŽNA AZIJA	6,5	6,5	4,7	-2,7	2,8
SUBSAHARSKA AFRIKA	2,6	2,6	2,2	-2,8	3,1

Napomena: e= estimate; procjena, f= forecast; prognoza

Izvor: izrada autora prema podacima World Bank Group, *Global Economic Prospects*, The World Bank, Washington, lipanj 2020.

Pandemija COVID-19 uzrokovala je izrazito nagli pad broja zaposlenih u prvom i drugom tr.2020. Međunarodna organizacija rada očekuje da će više od 6,7% radnih sata (što je ekvivalent 195

⁶² WB, *Global Economic Prospects*, World Bank, Washington, DC, lipanj 2020., str. 4 i 5

⁶³ UN, *World Economic Situation and Prospects as of mid-2020.*, UN, New York, 2020., str. 3

milijuna stalno zaposlenih radnika) biti izgubljeno na globalnoj razini u drugom tr.2020. što je puno lošija situacija nego je bila tijekom krize 2008.-2009. Oko 38% svjetske radne snage je zaposleno u djelatnostima turizma, proizvodnje, ugostiteljstva, trgovini i transportu i drugim uslužnim djelatnostima koji se trenutno suočavaju sa padom potražnje, padom prihoda i potencijalnim bankrotom.⁶⁴ Samo je u SAD-u u prvom tromjesečju stopa nezaposlenosti iznosila 3,8% i nadmašuje razinu zabilježenu u posljednjoj krizi. U Europskoj Uniji najviše ljudi je ostalo bez radnog mjesta u Italiji, Španjolskoj i Grčkoj, gdje sektor turizma i transporta čine značajan udio u zaposlenosti, stope nezaposlenosti dosegle su razine od 9%, 14% i 15,5% u navedenim zemljama, dok je stopa na području cijele EU(27) iznosila 6,5% u istom razdoblju.⁶⁵

Glavna svjetska središta globalne proizvodnje, Kina, Njemačka i SAD, koje zajedno čine oko 34% globalnog izvoza proizvodnje izrazito su pogođena te su smanjili proizvodnju što je dovelo do pada potražnje, a time i pada cijene osnovnim metalima i mineralima i intermedijarnih inputa. Kolaps globalnog turizma, koji zapošljava oko 330 milijuna ljudi diljem svijeta, je sektor koji je naj snažnije pogođen učincima pandemije. Prema revidiranim procjenama OECD-a očekuje se pad međunarodnog turizma od 60% u 2020., a ako se odgodi oporavak do prosinca očekuje se pad od čak visokih 80%.⁶⁶

Financijska tržišta tijekom ožujka 2020., posebice dioničko, obvezničko i devizno tržište, obilježila su visoku kolebljivost. Bijeg u sigurno rezultirao je širenjem raspona na dug visoka rizika i zaoštrio troškove financiranja za tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju, EMBI raspon se proširio za više od 70% od početka godine. Također, obilježio ih je veliki odljev koji je bio rekordan krajem ožujka i nastavio je takav trend do polovice travnja. Kako bi smanjile financijski stres i osigurale likvidnost svjetske središnje banke reagirale su standardnim i nekonvencionalnim mjerama (kvantitativno labavljenje) kako bi stabilizirale tržišta te su time osigurale dovoljnu likvidnost i smirile ulagače diljem svijeta. Takvim mjerama kamatne stope dosežu niske donje granice oko nula posto. Rastuće potrebe za zaduživanjem, javnog i privatnog sektora, povećat će rizik duga, a s obzirom na visoke razine duga koje bilježe tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju vrlo su ranjive na stres koji se događa na financijskim tržištima. Od posljednje globalne financijske krize, svjetski dug porastao je na

⁶⁴ UN, *ibid.* str.6

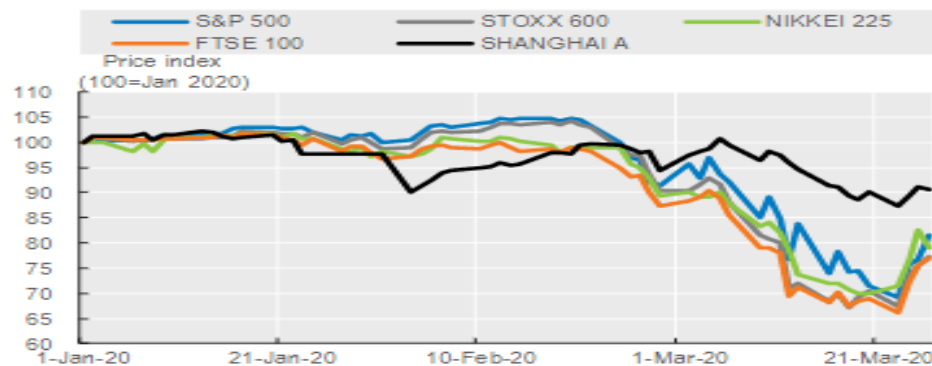
⁶⁵ OECD, *Unemployment rate* (indicator), 2020. Dostupno na: doi: 10.1787/52570002-en (20.08.2020)

⁶⁶ OECD, *Tourism Policy Responses to the coronavirus (COVID-19)*, OECD, ažurirano 2. lipnja 2020., str. 1

230% BDP-a, dok je dug u zemljama u razvoju i tržištima u nastajanju dostigao povijesni rekord od 170% BDP-a u 2018.⁶⁷

Širenjem COVID-19 diljem svijeta, cijene rizične imovine i robe početkom 2020. počele su neviđenom brzinom padati. Tržište dionica doživjelo je najbrži pad u povijesti sa padom indeksa S&P500 za 20%, dok je u Euro području pad bio i viši od 20% (grafikon 8.).⁶⁸ Nakon dramatičnog pada u ožujku tržišta dionica u sistemski važnim financijskim sektorima oporavila su se na oko 85% svoje razine koje su bilježile polovicom siječnja.⁶⁹ Volatilnosti tržišta tijekom veljače i ožujka uzrokovale su bijeg u sigurnu i likvidnu imovinu te su prinosi njemačkih i američkih obveznica naglo pali. Uvjeti na tržištu kredita su se također pogoršali krajem veljače 2020. uslijed rasta kreditnih i likvidnosnih rizika. Rasponi obveznica investicijskog razreda su se proširili, no krajem ožujka suzili su se u prosjeku oko 70% početnog širenja.⁷⁰ Kao što je ranije spomenuto na tržištima u nastajanju došlo je velikih odljeva, pa je tržište dionica palo za oko 20% od sredine siječnja 2020. Rasponi na državne obveznice denominirane u dolarima su se povećali za oko 700 baznih bodova do kraja ožujka-najviša razina od globalne financijske krize-iako su se u narednim tjednima suzili zbog rasta optimizma među investitorima.⁷¹

Grafikon 8. Cijene dionice glavnih referentnih vrijednosti početkom 2020.



Izvor: OECD, *Global Financial Markets Policy Responses to COVID-19*, OECD, ožujak 2020.,str.1

⁶⁷ World Bank Group COVID-19 Crisis Response Approach Paper, *Saving Lives, Scaling-up Impact and Getting Back on Track*, World Bank Group, Washington, D.C, lipanj 2020., str. 6,7 i 10

⁶⁸ IMF, *Global Financial Stability Report: Markets in the time of COVID-19*, Washington, DC, travanj 2020.,str. 1

⁶⁹ IMF, *Global Financial Stability Report Update: Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large*, Washington, DC, lipanj 2020.,str. 1

⁷⁰ IMF, *op.cit.* u bilj. 68, str. 1 i 2 i IMF, *ibid.* str. 2

⁷¹ IMF, *op.cit.* u bilj. 68, str. 8

4.2 Gospodarska i financijska (ne)stabilnost u Republici Hrvatskoj

4.2.1 Učinci svjetske financijske krize s početkom 2007. godine

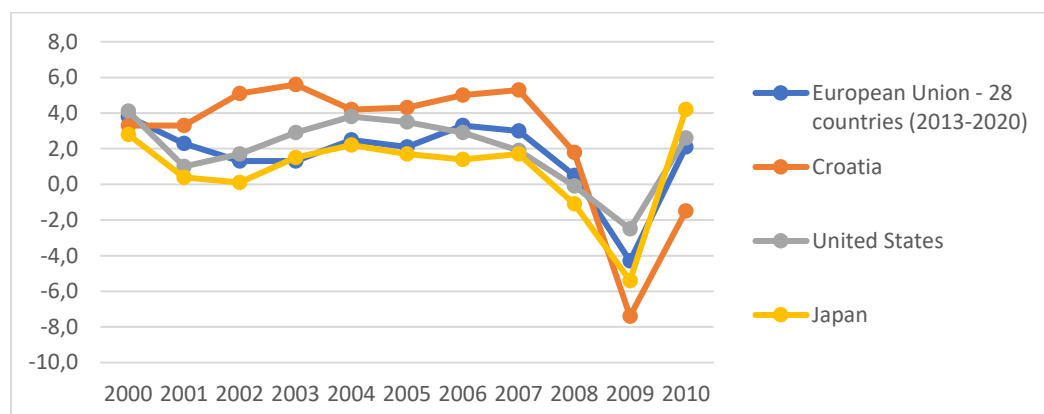
Financijska kriza razvijala se postepeno od ljeta 2007. kada su problemi s drugorazrednim hipotekarnim kreditima postali očigledni. Kriza se širila putem financijskih tržišta s razvijenih zemalja na tržišta u nastajanju, tržišta dionica su doživjela kolaps, a priljevi stranog kapitala u zemlje s tržištima u nastajanju su smanjeni. Troškovi inozemnog zaduživanja postali su veliki unatoč smanjenju kamatnih stopa od strane FED-a i ESB-a u razvijenim tržištima.⁷² Kako je Hrvatska malo i otvoreno gospodarstvo, negativni učinci na međunarodnom tržištu su se ubrzo prelili i na naš realni i financijski sektor. Obilje likvidnosti kojom je raspolagao financijski sektor do 2005./06. uvelike zbog ekspanzivnih monetarnih politika svjetskih vodećih banaka, Hrvatska je bila neto-primatelj inozemnog novca i kapitala koji su se pozitivno odrazili na ekonomsku ekspanziju, a zbog financijske integracije posebice s euro područjem, izraženo inozemno zaduživanje banaka, poduzeća i države doveli su do: pada domaćih kamatnjaka te kreditne i ekonomske ekspanzije popraćene rastom plaća, potrošnje i ulaganja u nekretnine. Hrvatska je u pretkriznom razdoblju jačala financijski sektor, potrošnju i uvoz ,građevinsku aktivnost, trgovinu i javni sektor. Zaokreti monetarne politike vodećih svjetskih banaka u smjeru kontrakcije označili su kraj razdoblja ekonomskog rasta i negativne promjene na financijskim tržištima diljem svijeta.

U pretkriznom razdoblju Hrvatska je bilježila pozitivne stope rasta realnog BDP-a dok od 2007. godine počinje bilježiti pad realnog BDP-a kao i ostale zemlje. U usporedbi sa SAD-om , Japanom i EU-28, Hrvatska je imala najveći pad BDP-a u 2009. i to od 5,5% prema prethodnoj godini (grafikon 9.). Tijekom 2009., nepovoljna kretanja odraz su smanjenja skoro svih komponenta agregatne potražnje: smanjenje izvoza roba i usluga odraz su smanjenja svjetske trgovine, pad bruto investicija u fiksni kapitala, pad osobne potrošnje odraz je potrošačkog pesimizma, negativnih kretanja na tržištu rada i otežanog financiranja kućanstva. Pad domaće potražnje utjecao je na pad uvoza inozemne robe i usluga.⁷³

⁷² Bokan N., Grgurić L., Krznar I. i Lang M., *Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj*, HNB, Zagreb, veljača 2010., str. 2

⁷³ HNB, *op.cit.* u bilj. 54, str.6

Grafikon 9. Stopa promjene realnog BDP-a u razdoblju od 2000. do 2010.



Izvor: izrada autora prema podacima Eurostata

Jeftinije inozemno zaduživanje nefinancijskih poduzeća i drugih domaćih sektora kao i banaka doprinijelo je velikom rastu inozemnog duga nakon 2005. godine. Tijekom prvih deset mjeseci 2008. bruto inozemni dug RH povećao se za 4,4 mlrd. EUR ili 13,3%, pa je na kraju listopada dosegnuo 37,7 mlrd. EUR. Posljedica je snažnog zaduživanja trgovačkih društva i države, za 3,4 mlrd. EUR trgovačka društva su povećala inozemni dug od siječnja do listopada 2008.⁷⁴ U trećem tr.2009, inozemni dug se povećao za 0,4 mlrd. EUR, te je na kraju rujna iznosio 41,3 mlrd. EUR, što je manji rast na isto razdoblje u 2008. zahvaljujući manjem zaduživanju trgovačkih društva.⁷⁵

Nedovoljna fiskalna disciplina tijekom krize vidljiva je i u konstantnom porastu deficita i javnog duga opće države. Smanjivanje manjka u tom razdoblju nikako nije bilo moguće zbog rasta obveza vezanih uz plaće, mirovine i druga socijalna davanja, subvencijama određenim gospodarskim sektorima, državnih jamstava poduzećima. Početkom 2007. javni dug iznosio je 37,2% BDP-a, najveći deficit zabilježen je u 2010. godini od -6,5% BDP-a, a u 2008. iznosio je -2,8% BDP-a.⁷⁶

Odras krize na smanjenje svjetske trgovine i dostupnosti izvora financiranja, uveliko je doprinijela rastućem deficitu tekućeg računa bilance plaćanja. Tako je deficit u 2006. iznosio 6,5% BDP-a da bi se već u 2007. i 2008. produbio na 7,1% i 8,8% BDP-a. U 2009. prvi puta je zabilježeno smanjenje manjka tekućeg računa zbog smanjenja robnog manjka uzrokovanog padom uvoza.⁷⁷

⁷⁴ HNB, *Bilten br. 143*, tromjesečno izdanje, HNB, Zagreb, prosinac 2008., str. 37

⁷⁵ HNB, *op.cit.* u bilj. 54, str. 33

⁷⁶ HNB, *Financijska stabilnost br.2*, HNB, Zagreb, siječanj 2009., str. 17

⁷⁷ HNB, *Godišnje izvješće 2009.*, HNB, Zagreb, lipanj 2010., str. 36

Gospodarski rast Hrvatske bio je ovisan o domaćoj potražnji financiranoj inozemnim priljevom kapitala. Inozemna izravna ulaganja rasla su od 2004. do 2008. (4,06 mlrd. EUR). U 2009. iznosila su 1,9 mlrd. EUR, najviše su se smanjila izravna vlasnička ulaganja, bilo ih je samo 0,6 mlrd. EUR, dok je iznos dužničkih stranih ulaganja iznosio 1,1 mlrd. EUR. Hrvatska je privukla najviše inozemnih izravnih ulaganja u aktivnosti koje pridonose uvozu, a malo u izvozne proizvodne djelatnosti.⁷⁸

Tržište rada u Hrvatskoj u 2008. imalo je najniže stope nezaposlenosti prema anketi o radnoj snazi, pa je broj nezaposlenih bio manji nego u 2007., no krajem godine pozitivna kretanja počinju usporevati u čemu je veliki utjecaj imalo slabljenje gospodarske aktivnosti (tablica 6.). Prosječne nominalne bruto i neto plaće u 2008. su porasle, a rast nominalnih plaća je bio dovoljan da poništi negativne učinke inflacije na prosječne realne plaće, koje su se na godišnjoj razini ipak malo povećale. 2009. godine krenula su nepovoljna kretanja na tržištu rada, broj nezaposlenih je sve više rastao, a negativan učinak nije zaobišao ni plaće. Smanjenje zaposlenih najviše su osjetili sektor trgovine, industrije i građevinarstva.⁷⁹

Tablica 6. Stopa nezaposlenosti prema anketi o radnoj snazi

2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.
13,8%	12,8%	11,4%	9,6%	8,4%	9,1%

Izvor: izrada autora prema podacima DZS-a, Statističke informacije

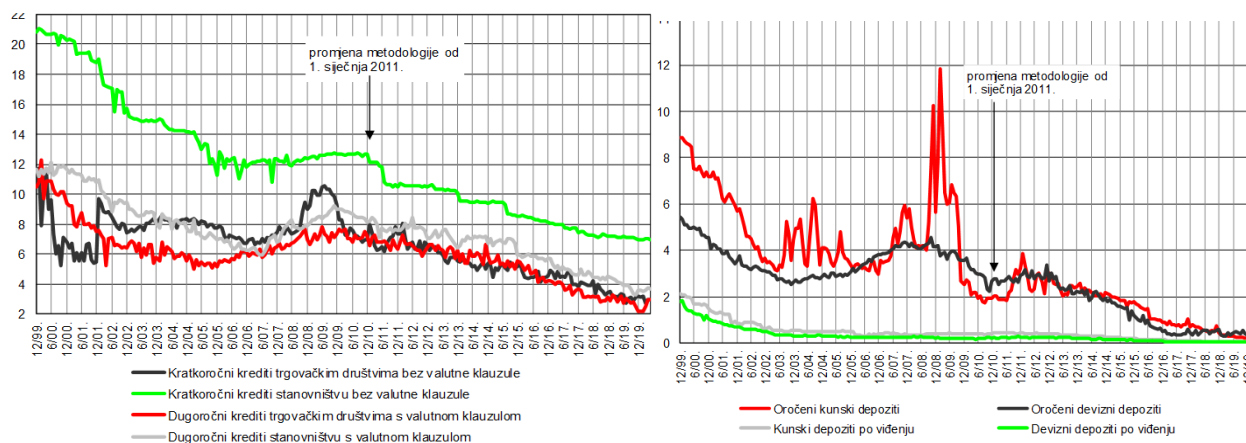
Visoka likvidnost bankovnog sustava tijekom 2008. pogodovala je smanjenom prometu na novčanom tržištu, no krajem godine on je izrazito rastao zbog sve većeg zaduživanja banaka na novčanom tržištu. Kamatne stope u posljednjem tromjesečju rasti i vrlo su kolebljive zbog manjka kunkskih novčanih sredstava i potrebe za većom likvidnosti bankarskog sektora. Vagana mjesečna kamatna stopa na prekonoćne kredite u izravnoj međubankovnoj trgovini iznosila je u studenom 16,10% što je najviša razina od 90-ih godina. Kamatne stope na aukcije trezorskim zapisima MF-a također su u zadnjem tromjesečju rasle zbog usmjeravanja države na domaće kratkoročno zaduživanje. Tijekom 2008. aktivne kamatne stope snažno su porasle, kamatne stope na dugoročne kredite pratile su trend EURIBOR-a, krajem godine najviše su reagirale kamatne stope na kratkoročne kredite trgovačkim društvima bez valutne klauzule, zabilježile su porast na 8,9% u

⁷⁸ HNB, *Financijska stabilnost br.4*, HNB, Zagreb, veljača 2010, str. 12

⁷⁹ HNB, *op.cit.* u bilj. 77, str. 18 i 19

prosincu 2008., dok je kamatna stopa na iste kredite stanovništvu bila stabilna i smanjila se za 1 bazni bod, pa je u prosincu 2008. iznosila 12,33%. Kod dugoročnih kredita s valutnom klauzulom kamatne stope stanovništvu snažnije su porasle nego kamatne stope trgovačkih društva i ostale su više tijekom promatranog razdoblja. Pasivne kamatne stope na oročene depozite stanovništva tijekom 2008. su rasle, dok su se na oročene depozite trgovačkih društva smanjivale. Vagana kamatna stopa na kunske depozite bez valutne klauzule bila je kolebljiva, pri čemu se nakon visoke razine od 10,24% u studenom naglo smanjila u prosincu. Vagana kamatna stopa na oročene devizne depozite se smanjivala pod utjecajem smanjenja kamatne stope na devizne depozite trgovačkim društvima. Kamatne stope na kunske i devizne depozite po viđenju bile su razmjerno stabilne (grafikon 10.).⁸⁰

Grafikon 10. Prosječne aktivne (lijevo) i pasivne (desno) kamatne stope banaka u Hrvatskoj, u %



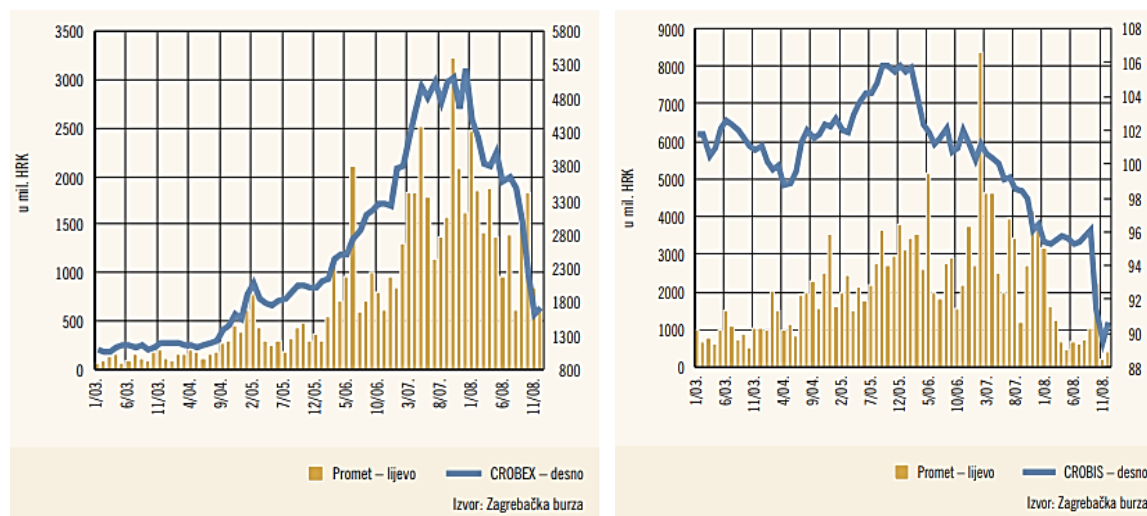
Izvor: HNB, Standardni prezentacijski format, 3. tromjesečje 2020.

Na domaćem tržištu kapitala u studenom 2007. CROBEX je zabilježio najveći pad u mjesec dana od 9%, što je odraz nepovoljnih kretanja sa svjetskih financijskih tržišta i među prvim indikatorima krize na domaćem tržištu. Godišnji promet dionicama u 2008. na Zagrebačkoj burzi bio je manji za 23,4% u odnosu na prethodnu godinu, dionički indeks CROBEX na kraju godine bio je manji za 67,1% nego na početku, a tržišna kapitalizacija manja je za 55,1% u odnosu na 2007.godinu. Obveznički indeks CROBIS pao je za samo 7% u 2008, ali uz veliki pad prometa obveznicama od 70% u odnosu na 2007.godinu. Također, zahtijevani prinosi na hrvatske euro obveznice su porasli

⁸⁰ HNB, *Godišnje izvješće za 2008.*, HNB, Zagreb, 2009., str. 41-44

te su razlike prinosa na hrvatske euro obveznice i na ostale referente njemačke obveznice znatno porasle. Nepovoljna kretanja nastavila su se i u 2009. godini, no indeks CROBEX je od ožujka 2009. počeo bilježiti veliki rast, porastao je za 85% do lipnja iste godine, a u isto vrijeme indeks S&P 500 za samo 41%., razlog tomu je bio porast optimizma i smanjenje nesklonosti prema riziku svjetskih ulagača. Indeks CROBIS također je porastao s obzirom na prethodnu godinu, ali samo za 5,8%. Zahtijevani prinos na hrvatske euro obveznice tijekom godine također je počeo padati kao odraz optimizma na svjetskim tržištima (grafikon 11.).⁸¹

Grafikon 11. Mjesečni promet dionica i vrijednost indeksa CROBEX (lijevo) i mjesečni promet obveznicama i vrijednost indeksa CROBIS (desno) na Zagrebačkoj burzi na kraju mjeseca



Izvor: HNB, Godišnje izvješće 2008., str. 47 i 49

4.2.2 Učinci krize izazvane COVID-19

Početak 2020. točnije 25. veljače u Hrvatskoj je zabilježen prvi slučaj osobe oboljele od korona virusa te je ujedno i početak nepovoljnih kretanja u domaćem gospodarstvu zbog mjera donesenih od tijela javnog zdravstva u cilju sprečavanja širenja pandemije. Makroekonomski šok koji se događa na strani ponude i potražnje prelio se i na financijski sustav te su kanali putem koje će učinci ove krize djelovati na financijsku stabilnost brojni: epidemiološke mjere, aktivnosti središnje banke i ostalih regulatora na financijskim tržištima kako na domaćem tako i na međunarodnom tržištu.⁸² Nakon što je Hrvatska konačno dostigla razinu proizvodnje u 2019. koju

⁸¹ HANFA, *Godišnje izvješće 2008.*, str. 7-9 i HANFA, *Godišnje izvješće 2009.*, str. 11-13

⁸² HNB, *Makroprudencijalna dijagnostika*, prvo tromjesečje 2020., br.11, HNB, Zagreb, svibanj 2020., str.4

je imala prije krize u 2008. ponovo je zahvaćena recesijom za koju se smatra da će imati snažnije posljedice na gospodarstvo u usporedbi sa krizom iz 2008. Drugo tr. 2020. obilježeno je najvećim padom realnog BDP-a kako u Hrvatskoj tako i u EU (27), gdje je pad realnog BDP-a u Hrvatskoj od 14,9% veći od prosjeka EU(27) (tablica 7.). Ovakvom povijesnom padu doprinijelo je smanjenje svih sastavnica agregatne potražnje: snažni pad izvoza, najviše turističkih usluga, zbog mjera u Europi i svijetu čime je smanjenja potražnja za turističkim uslugama, smanjenje investicija poduzeća i osobne potrošnje kućanstva.⁸³

Tablica 7. Stope raste BDP-a s obzirom na prethodno tromjesečje

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
EU(27)	0,5	0,3	0,3	0,1	-3,2	-11,7
Hrvatska	1,1	0,6	0,6	0,4	-1,3	-14,9

Izvor: izrada autora prema podacima Eurostata

Na snažnu kontrakciju gospodarstva u travnju i svibnju 2020. imalo je tržište rada koje je zabilježilo nepovoljan kretanja. Na kraju prvog tr. broj nezaposlenih bio je viši za 8,8% nego u prosincu 2019. te se rast nezaposlenosti nastavio i u travnju i svibnju. Pad zaposlenih bilježile su djelatnosti pružanja smještaja i hrane, trgovine i prijevoza, koje su najbolje podložne mjerama fizičke distance. Na pad broja zaposlenih i veliko povećanje nezaposlenih država je reagirala mjerama radi očuvanja radnih mjesta, koje su iskoristili 84 tisuće poslodavaca.⁸⁴

Pogoršanje svih fiskalnih pokazatelja početkom 2020. zbog rasta manjka proračuna opće države, rasta javnog duga i sve većih izdavanja državnih jamstava nepovoljno će djelovati i na javne financije. Rast rashoda ponajviše zbog potpora za očuvanje zaposlenosti prati smanjenje prihoda proračuna zbog otpisa javnih davanja (poreza na dohodak, poreza na dobit i socijalni doprinosi) za poduzeća. Prema podacima Ministarstva financija od siječnja do svibnja 2020. ostvaren je manjak proračuna opće države od 13,6 mlrd. kn što je za 14,1 mlrd. lošije u usporedbi na isto razdoblje prethodne godine. Očekuje se povećanje javnog duga na 86,7% BDP-a ponajviše zbog većih potreba zaduživanja radi smanjenja proračunskog manjka.⁸⁵

⁸³ HNB, *Financijska stabilnost br.21*, HNB, Zagreb, kolovoz 2020. str.10 i DZS, Učinci pandemije bolesti COVID-19 na društveno-ekonomske pokazatelje

⁸⁴ HNB, *op.cit.* u bilj. 82, str. 5 i HNB, *Makroekonomska kretanja i prognoze*, god.5, br.8, HNB, Zagreb, srpanj 2020., str. 16

⁸⁵ HNB, *ibid.*, str. 45

Međunarodna razmjena bila je među prvima pogođena raznim mjerama radi suzbijanja virusa, a u Hrvatskoj izrazito se otežala razmjena sa najvažnijim trgovinskim partnerima Italijom i Njemačkom. Robna razmjena u prvom tr. 2020. snažno je usporila u odnosu na prošlogodišnje razdoblje. Trgovinski tokovi su usporavali te su u ožujku 2020. izvoz i uvoz padali na godišnjoj razini (za 8,4% odnosno za 11,4%) i poništili rast u siječnju i veljači. Kako se Hrvatska izrazito oslanja na sektor turizma, koji čini oko 25% BDP-a, i ubire visoke prihode od te djelatnosti, učinci ove krize izrazito su zaustavili putovanja diljem svijeta i oštetili djelatnosti povezane sa turizmom kako u svijetu tako i u Hrvatskoj. Stoga, pad turističke aktivnosti krajem prvog tromjesečja odraz je epidemioloških mjera i zabrane ulaska stranih državljana u Hrvatsku. Prema podacima DZS-a u lipnju 2020. ostvareno je pad dolazaka turista za 72,7% i pad noćenja za 72,4% u odnosu na lipanj 2019.⁸⁶

Domaće devizno i obvezničko tržište inicijalno je naglo reagiralo no ubrzo se stabiliziralo zbog pravovremeno poduzetih mjera. Pritiske na tečaj EUR/HRK u smjeru deprecijacije HNB je zaustavila prodajom deviza tijekom polovice ožujka i travnja 2020. na deviznom tržištu bankama u iznosu od ukupno 2,7 mlrd. EUR.⁸⁷ U očuvanju stabilnosti tržišta državnih obveznica i da smanji rast prinosa na državne obveznice HNB je u 5 aukcija otkupio državne obveznice u vrijednosti od 17,9 mlrd. kn te je zaustavljen rast prinosa na 0,91% koliko je iznosio i u svibnju 2020.⁸⁸

Visokoj razini likvidnosti domaćeg bankarskog sektora na kraju svibnja 2020. pridonio je HNB otkupom državnih vrijednosnica te je izostao učinak na promet na međubankovnom prekonoćnom tržištu s obzirom na travanj. Politika HNB-a također je djelovala i na povoljne uvjete financiranja svih domaćih sektora prvom polovicom 2020. Kamatne stope na kratkoročno zaduživanje svih sektora ostale su nepromijenjene u odnosu na razdoblje prije pandemije, dok su kamatne stope na dugoročno zaduživanje porasle. Trošak zaduživanja države na inozemnom tržištu procijenjen zbrojem indeksa EMBI za Hrvatsku i prinosa na njemačku državnu obveznicu porastao je s 0,7% krajem veljače na 2,1% krajem ožujka zbog neizvjesnosti uzrokovane pandemijom. Međutim, do kraja lipnja indeks EMBI za Hrvatsku pao je te se procijenjeni trošak zaduživanja države smanjio. Stabilizacija tržišta vrijednosnih papira pogodovala je zaduživanju države pa je kamatna stopa na jednogodišnje trezorske zapise ostala nepromijenjena od listopada 2019. Troškovi kratkoročnog

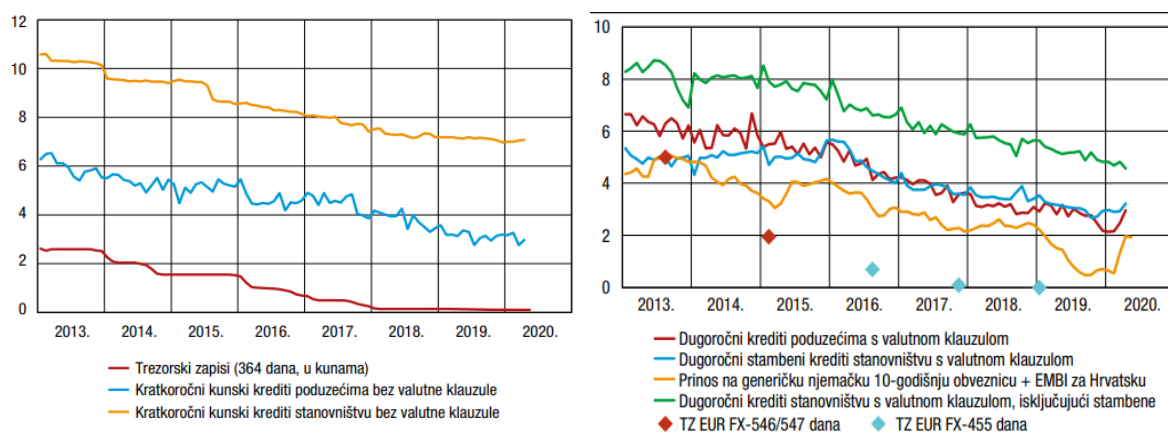
⁸⁶ HNB, *op.cit.* u bilj. 82., str 27-30

⁸⁷ HNB, *op.cit.* u bilj. 82, str. 40

⁸⁸ HANFA, *op.cit.* u bilj. 61, str. 20

financiranja poduzeća ostali su stabilni, dok su se kamatne stope na dugoročno financiranje blago povisile. Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule ostala je nepromijenjena u prvih pet mjeseci 2020., s druge strane kamatna stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom je na kraju svibnja bila veća u odnosu na kraj 2019. I dalje povoljnim uvjetima financiranja privatnog sektora pridonosi smanjivanje troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sustava (grafikon 12.).⁸⁹

Grafikon 12. Kratkoročni (lijevo) i dugoročni (desno) troškovi financiranja u Hrvatskoj, u %



Izvor: HNB, *Bilten 260*, HNB, Zagreb, lipanj 2020., str. 10

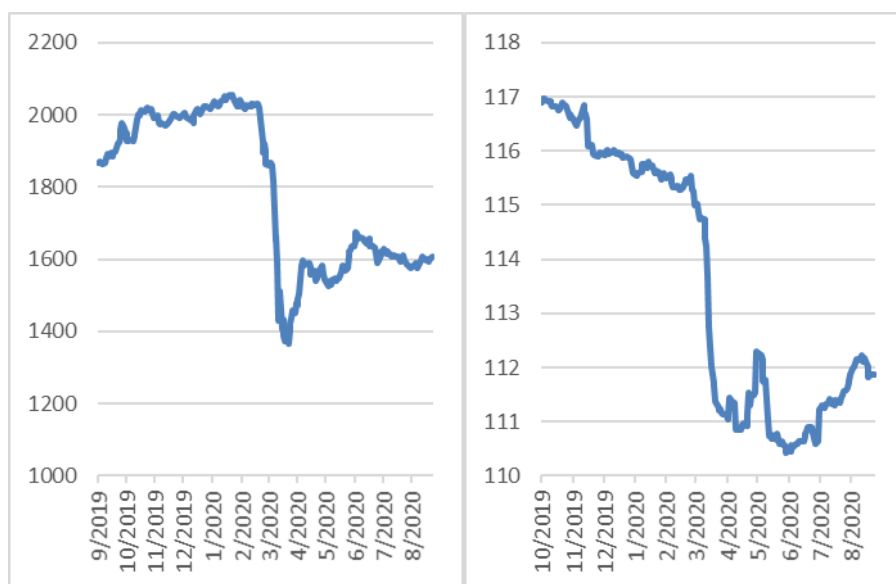
Kretanja na tržištu kapitala početkom 2020. (grafikon 13.) reagirala su na loše raspoloženje ulagača i straha od neizvjesnosti u vezi događanja razvoja pandemije. Početak značajne volatilnosti na domaćem dioničkom tržištu započelo je 24. veljače pojavom prvog slučaja zaraženog virusom te je taj dan CROBEX pao za 4,9% što je najveći pad u jednom danu u posljednjih osam godina. U usporedbi sa indeksom S&P500 koji je pao za 3,3%, a njemački DAX za 4% vidimo da je domaće tržište snažno reagiralo. Najveći pad CROBEX-a bio je za -32,48% od pojave prvog slučaja do kraja ožujka kada je iznosio 1364,98 bodova.. Na kraju ožujka promet dionicama je bio veći +50% nego mjesec ranije, tržišna kapitalizacija je pala -13,3%. Početkom travnja aktivnosti na tržištu su se smirivale te je CROBEX zabilježio porast, dok se u svibnju i lipnju dodatno stabiliziralo tržište i vrijednost CROBEX-a blago porasla.⁹⁰ Volatilnost dioničkog tržišta bila je blaža nego posljednje financijske krize kojoj su prethodile izrazito visoke cijene dionica te je uslijedio nagli pad, dok su cijene dionica počele rasti neposredno prije početka COVID-19 krize. U periodu najvećih

⁸⁹ HNB, *op.cit.* u bilj. 84, str. 34

⁹⁰ ZSE, u prvom polugodištu 2020. godine, str. 3

nestabilnosti u rujnu i listopadu 2008. CROBEX je pao za -26,7% s obzirom na rujn, a tržišna kapitalizacija za -20,1% dok je redoviti promet dionicama bio veći za 13,6%.⁹¹ Početkom 2020. CROBIS-ova vrijednost iznosila je 115,5 bodova, no pojavom prvog zaraženog njegov vrijednost pada te je najniža razina iznosila 111,096 bodova početkom travnja što je pad od -3,795 od pojave prvog zaraženog. Pad CROBIS-a zaustavljen je krajem svibnja zahvaljujući HNB-u koji je otkupom obveznica stabilizirao obvezničko tržište i zaustavio prinos na 0,91%⁹² Volatilnost na obvezničkom tržištu nije bila tolika kao na dioničkom tržištu gdje se dogodio snažan skok i pad CROBEX-a. U usporedbi sa kretanjem u rujnu i listopadu 2008. CROBIS je pao za -4,72% uz veliko smanjenje prometa obveznicama.

Grafikon 13. Kretanje indeksa CROBEX (lijevo) i CROBIS (desno) tijekom pandemije



Izvor: izrada autora prema podacima ZSE

⁹¹ ZSE, Mjesečni izvještaj listopad 2008.

⁹² HANFA, *op.cit* u bilj. u 61, str 20

5. USPOREDBA UTJECAJA SVJETSKJE FINANCIJSKE KRIZE S POČETKOM 2007. GODINE I COVID-19 NA SEKTOR INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ

Pandemija izazvana korona virusom izazvala je enormne posljedice na realnu ekonomiju i pomutnju na financijskim tržištima diljem svijeta. Globalna ekonomija je paralizirana u mjeri kojom se uspoređuje sa učincima koje su ostavile dvije velike krize, Velika depresija 1930. i Globalna financijska kriza 2008., no smatra se kako će učinci pandemije biti snažniji. Trenutna kriza mnogo je drugačija od prijašnje financijske krize iz 2008. Razlika je što trenutni nemiri nisu ukorijenjeni u ekonomsko podrijetlo kao u zadnjoj krizi, koja je ujedno bila endogeni šok i proizvod akumuliranih dugoročnih problema. Sljedeća razlika je iznenadna erupcija javnog zdravlja koja ostavlja dalekosežne posljedice i puno neizvjesnosti kako u realnoj tako istovremeno i na financijskoj sferi. Reakcija financijskih tržišta odraz je brzine širenja virusa preko granica i ekonomske i financijske implikacije izazvane mjerama socijalne distance i potpunog ili djelomičnog zatvaranja ekonomija diljem svijeta. Volatilnost financijskih tržišta nakon nekoliko godina niske volatilnosti sa nekoliko iznimka, ponovo je početkom 2020. godine zabilježila razine volatilnosti kao i posljednje globalne financijske krize.⁹³ U Hrvatskoj stres na domaćim financijskim tržištima u ožujku 2020. usporediv je sa stresom opaženim u ostalim zemljama Europe, što nije slučaj za vrijeme globalne financijske krize kada su razine domaćeg stresa bile niže od ostatka EU.⁹⁴

5.1 Usporedba utjecaja svjetske financijske krize i COVID-19 na broj i strukturu investicijskih fondova prema broju

Među institucionalnim investitorima posljednja globalna financijska kriza izrazito je negativno djelovala na poslovanje investicijskih fondova. Tada je imovina investicijskih fondova u svijetu pala za -30% u razdoblju s kraja 2007. (26,1 tis. mlrd. USD) do kraja 2008. godine (19 tis mlrd. USD).⁹⁵ Danas je pad imovine investicijskih fondova u prvom tr. 2020. -13%, tj. na kraju prvog tr. iznosila je 51,55 tisuću mlrd. USD, dok je na kraju 2019. iznosila 59, 23 tisuću mlrd. USD.⁹⁶

Pozitivni financijski trendovi koji su zabilježeni tijekom 2019. u Hrvatskoj nastavili su se nakratko i početkom 2020., no situacija se ubrzo okrenula u drugom smjeru, točnije krajem siječnja kada se

⁹³ ECB, *Financial Stability Review*, svibanj 2020

⁹⁴ HANFA, *op.cit.* u bilj. 61 , str. 19

⁹⁵ TheCityUK, *Fund Management 2010.*, listopad 2010., str. 3

⁹⁶ EFAMA, *International Statistical Release*, Q1 2020.

situacija sa virusom iz dana u dan pogoršavala na globalnoj sceni. Promjena raspoloženja investitora utjecala je na promjenu imovine u sektoru financijskih usluga u Hrvatskoj kada je zabilježila pad od 6,3% krajem ožujka 2020. u odnosu na kraj 2019., to je smanjenje najvećim dijelom zbog pada neto imovine investicijskih fondova jer su na negativna tržišna kretanja i neizvjesnosti povezane daljnjim razvojem pandemije investitori reagirali značajnim odljevima sredstava iz fondova.⁹⁷

Na kraju 2008. (tablica 8.) registrirano je 126 otvorenih investicijskih fondova, što je povećanje za 26% u odnosu na kraj 2007., 11 zatvorenih investicijskih fondova i 2 fonda osnovana posebnim zakonima: Umirovljenički fond i Fond branitelja iz Domovinskog rata i članova njihove obitelji. Tijekom 2008. osnovano je novih 26 otvorenih investicijskih fondova s javnom i privatnom ponudom te su najviše brojem porasli dionički fondovi u javnoj i privatnoj ponudi kao i 2007., a broj obvezničkih ostao je nepromijenjen. Krajem 2009. kada je tržište kapitala pokazivalo znakove oporavka bilo je ukupno 130 otvorenih investicijskih fondova. Zamjećuje se manji broj novoosnovanih fondova (samo 4 otvorena investicijska fonda, dok je tijekom 2008. osnovano čak 26) što je posljedica negativnih kretanja na financijskom tržištu. U usporedbi s 2008. najveći porast zabilježili su novčani fondovi u javnoj i privatnoj ponudi od 27,8%, a najveći pad broja zabilježili su obveznički fondovi od 26,7%. Rizičniji oblici fondova imali su porast za 3 fonda. Utjecaj financijske krize u prvim godinama na promjenu broja i strukturu investicijskih fondova je vidljiv, no nije značajan u velikoj mjeri. Nije zabilježeno smanjenje ukupnog broja investicijskih fondova dok su promjene u strukturi broja vidljive, no samo za nekoliko postotnih poena što nije promijenilo strukturu zastupljenosti te su i dalje najzastupljeniji bili dionički i mješoviti fondovi tj., rizičniji oblici fondova.

Pravna regulativa investicijskih fondova u Hrvatskoj započela je 1995. donošenjem prvog Zakona o investicijskim fondovima od tada je bilo više izmjena u zakonu, prema tablici 8. zamjećuju se različiti nazivi što je rezultat izmjena zakona o investicijskim fondovima. Jedna od važnijih izmjena dogodila se donošenjem dva nova zakona o investicijskim fondovima time je materija prvog zakona podijeljena na UCITS fondove i AIF-ove. Dana 25. siječnja 2013. godine usvojeni su Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom koji uređuje UCITS fondove i Zakon o alternativnim investicijskim fondovima koji uređuje AIF-ove. Oba zakona stupila su na snagu

⁹⁷ HANFA, op.cit. u bil. 61, str. 14

prihvaćanjem Republike Hrvatske u Europsku Uniju, 1.07.2013. godine. Hrvatsko zakonodavstvo od tada je usklađeno sa UCITS IV. i AIFM direktivama.⁹⁸

Krajem 2019. u strukturi UCITS fondova brojem dominiraju obveznički fondovi (39) iz razloga stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima⁹⁹, prema kojoj su novčani fondovi bili obvezni uskladiti svoj formalni oblik s ulagačkom strategijom te se većina novčanih fondova početkom 2019. preregistrirala i nastaviti poslovati kao kratkoročni obveznički fondovi. Tako su krajem 2019. postojala samo 2 novčana fonda. Dioničkih fondova bilo je 23, 9 mješovita, 2 napajajuća i 24 ostalih investicijskih fondova. Krajem lipnja 2020. nema značajne promijene u broju UCITS fondova, promjena ukupnog broja UCITS fondova s kraja 2019. je za samo jedan novi obveznički fond dok su ostale kategorije ostale nepromijenjene. Od 35 AIF-ova na kraju 2019., dominiraju fondovi s privatnom ponudom i to posebni fondovi, dok AIF-ovi s javnom ponudom imaju manju zastupljenost. Na kraju lipnja 2020. ukupan broj AIF-a i struktura ostaje nepromijenjena.

Učinak pandemije na ukupan broj i strukturu prema broju investicijskih fondova na kraju lipnja 2020. nije zabilježena. Struktura UCITS fondova i dalje je ostala nepromijenjena te su najzastupljeniji obveznički i dionički fondovi. U usporedbi s pretkriznim razdobljem prije početka globalne financijske krize brojem su dominirali dionički i mješoviti fondovi, dok prije početka pandemije tržištem u Hrvatskoj dominiraju obveznički i dionički fondovi te se može zamijetiti da navedene krize nisu utjecale na promjenu strukture IF-ova prema broju.

⁹⁸ Braut Filipović M., *Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova*, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2015., str. 2 i 3

⁹⁹ Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, SL L 169

Tablica 8. Broj investicijskih fondova za vrijeme navedenih kriza

	2008.	2009.	Postotna promjena 09./08.		2019.	06.2020.	Postotna promjena 19./06.20.
Otvoreni IF-ovi	126	130	3,2%	UCITS fondovi	99	100	1,00%
-s javnom i privatnom ponudom	124	128	3,2%	Novčani	2	2	0,00%
Novčani	18	23	27,8%	Obveznički	39	40	2,60%
Obveznički	15	11	-26,7%	Mješoviti	9	9	0,00%
Mješoviti	28	30	7,1%	Dionički	23	23	0,00%
Dionički	63	64	1,6%	Napajajući	2	2	0,00%
-otvoreni IF-ovi rizičnog kapitala	2	2	0,0%	Ostali	24	24	0,00%
Zatvoreni IF-ovi	11	10	-9,1%	AIF	35	35	0,00%
-s javno ponudom	4	4	0,0%	-s javnom ponudom	4	3	-25,00%
-s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	7	6	-14,3%	Otvoreni s javnom ponudom	1	0	-100,00%
				Zatvoreni s javnom ponudom	2	2	0,00%
				Zatvoreni s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	1	1	0,00%
				-s privatnom ponudom	31	32	3,20%
				Osnovni s privatnom ponudom	11	11	0,00%
				Posebni s privatnom ponudom	13	15	15,40%
				Rizičnog kapitala	6	5	-16,70%
				Zatvoreni s privatnom ponudom	1	1	0,00%
				Ukupno	134	135	0,70%

Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

5.2 Usporedba utjecaja svjetske financijske krize i COVID-19 na imovinu i profitabilnost investicijskih fondova

Pogoršanje volatilnosti na financijskom tržištu Hrvatske tijekom veljače i ožujka 2020. izrazito je utjecalo na smanjenje neto imovine (dalje u tekstu: NAV) UCITS fondova. Kao i kod posljednje financijske krize investicijski fondovi su najviše bili pogođeni nestabilnošću nastalom na domaćem financijskom tržištu zbog pogoršanja situacije s virusom. NAV UCITS fondova (grafikon 14.) je tijekom 2019. bilježila konstantan rast, trend rasta nastavljen je do veljače 2020. kada je iznosila 23,1 mlrd. HRK, a već krajem ožujka zabilježen je nagli pad zbog negativnih tržišnih trendova te

je iznosila 15,6 mlrd. HRK što je pad od -32,2% u samo mjesec dana. Ukupna neto imovina prvenstveno se smanjila zbog povećanog otkupa udjela od 6,7 mlrd. HRK, a manjim dijelom zbog pada vrijednosti imovine u koju fondovi ulažu u iznosu od 1,1 mlrd. HRK. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova (dalje: OIF) imala je također trend rasta prije početka financijske krize, tj. do kraja 2007. sa iznimkom u studenom te od početka 2008. godine ima trend pada kada dostiže najnižu razinu u studenom od 9,9 mlrd. što je pad od -11,1% s obzirom na prethodni mjesec, no veći pad je imala u listopadu od -24,78% kada se šok sa američkom tržišta prelio na globalnu razinu. Uzrok pada imovine OIF-a bili su odljevi te promjene vrijednosti udjela. Odljevi su bili prisutni tijekom cijele 2008. godine s iznimkom u svibnju, najveći odljevi zabilježeni su bili u listopadu kada je bio i najveći pad NAV-a. S druge strane, indirektni učinak odljeva je pad vrijednosti udjela jer zbog povlačenja sredstva ulagača došlo je do velike rasprodaje imovine na financijskom tržištu i nastavak smanjenja vrijednosti. Učinci kriza na ukupni NAV UCITS fondova vidljivi su u smanjenju za 6 mlrd. HRK od kraja 2019. do lipnja 2020., a pad od 20,3 mlrd. HRK u 2008. u odnosu na kraj 2007.

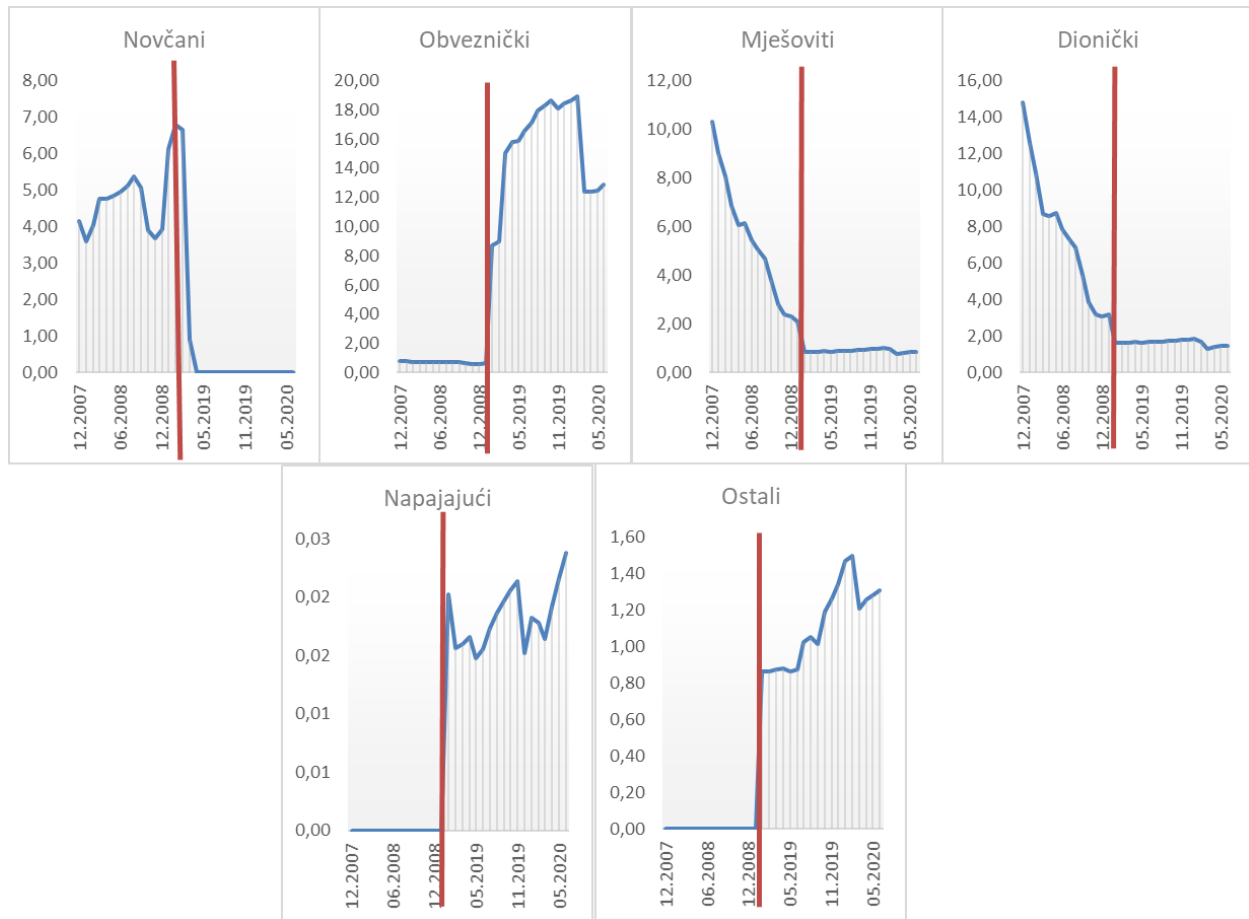
U razdoblju od 21. veljače do 24. ožujka 2020. tj., u razdoblju kada se situacija u vezi korona virusom naglo pogoršala sve vrste UCITS fondova zabilježile su pad NAV-a osim novčanih fondova koji su jedini bilježili porast u veljači, dok su krajem ožujka i oni imali pad imovine od 16% s obzirom na prethodni mjesec. Najviši pad NAV-a imali su obveznički fondovi, koji nisu kratkoročni, od 40,8%, mješoviti fondovi imali su pad od 28%, napajajući 23,5%, ostali fondovi 22,3%, a dionički fondovi 34,9%. Uzroci pada NAV-a su različiti: kod dioničkih fondova to je rezultat negativnih tržišnih kretanja, odnosno pada cijene dionica na dioničkim tržištima, kod obvezničkih fondova zabilježeni su povijesno najveći neto odljevi sredstava kao posljedica veće konzervativnosti ulagatelja i nesklonosti riziku te su reagirali povlačenjem sredstava i ulaganjem u sigurnije bankovne depozite. Stoga su obveznički fondovi vrlo ranjivi zbog velike koncentracije ulaganja u državne obveznice RH, čija premija rizika u nestabilnim razdobljima raste, promjene odluke investitora i korekcije cijena dužničkih vrijednosnih papira. Na pad NAV-a mješovitih fondova utjecala su podjednako tržišna kretanja i preferencije ulagatelja. NAV dioničkih fondova u travnju i svibnju je rasla kao rezultat kombinacije pozitivnih neto uplata i oporavka cijena na

dioničkim tržištima, dok je NAV obvezničkih fondova stagnirala.¹⁰⁰ Na kraju 2008. godine najveći pad ukupne neto imovine zabilježili su dionički fondovi (80,6%), zatim mješoviti (78,5%), obveznički (24,2%), a najmanji pad bilježe novčani fondovi (5,6%), a u privatnoj ponudi situacija je slična, dionički fondovi bilježe pad od 49,8%, mješoviti 45,6%, a obveznički 24,4%. Posljedica takve promjene je prelijevanje sredstava iz rizičnih fondova, dioničkih i mješovitih, u sigurne, novčane, koji su imali pozitivne prinose.

S obzirom na dominaciju državnih obveznica u strukturi ulaganja UCITS fondova najviše su podložni promjenama na tržištu obveznica posebice tijekom promjena investicijskog rejtinga Hrvatske što je bilo vidljivo u kretanju neto imovine obvezničkih fondova. Situacija je bila drugačija prije početka financijske krize 2008. godine kada su OIF-ovi dominantno ulagali u dionice, posebice dionički i mješoviti fondovi, te su oni doživjeli najveći pad neto imovine i zabilježili pad vrijednosti udjela i negativne prinose, odnosno najviše su bili podložni volatilnosti dioničkog tržišta koje su se događale tijekom trajanja krize.

¹⁰⁰ HANFA, Obavijesti potrošačima. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/4593/2020-03-31-priop%C4%87enje-konzervativni-ulagatelji-reagirali-na-pandemiju-koronavirusa-zna%C4%8Dajnim-povla%C4%8Denjem-iz-ucits-fondova-final.pdf> (25.08.2020.)

Grafikon 14. Učinci navedenih kriza na kretanje neto imovine investicijskih fondova, u mlrd. HRK

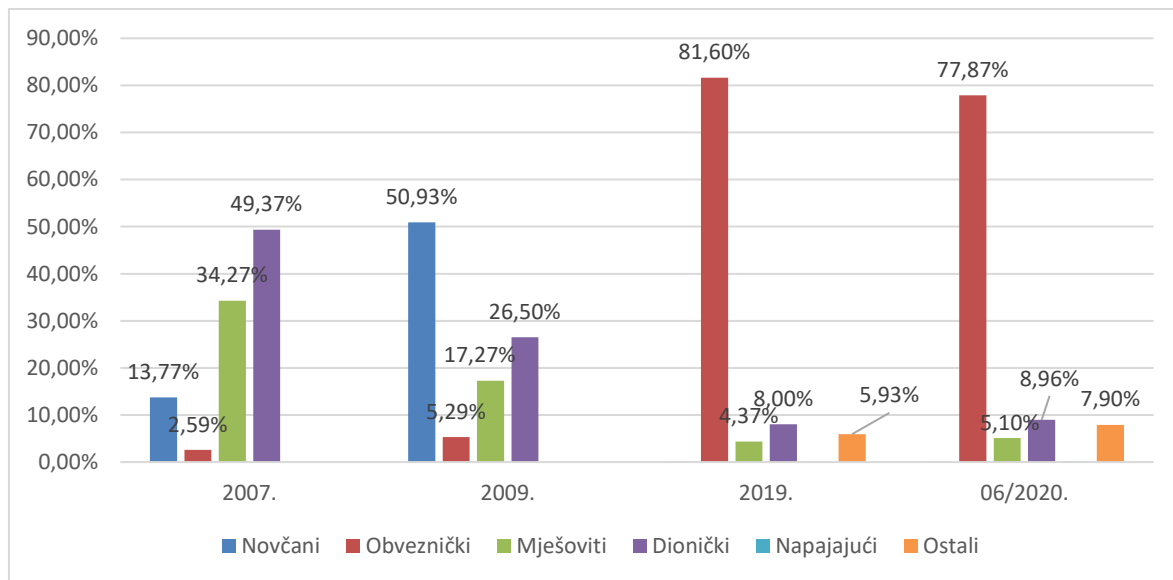


Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

Posljedice navedenih kriza utjecale su na promjenu strukture investicijskih fondova u ukupnoj imovini UCITS fondova (grafikon 15.). Prije početka financijske krize najzastupljeniji su bili dionički sa 49% i mješoviti sa 34%, a manji udio imali su novčani sa 14% i obveznički 3%. Nakon krize struktura je bitno izmijenjena u korist sigurnih novčanih i obvezničkih fondova koji su u 2009. bili zastupljeni sa 51% i 5%, a dionički sa 27% i mješoviti sa 17%, što je veliki pad značajnosti zbog prelijevanja imovine u sigurne oblike. Učinci pandemije na neto imovinu UCITS fondova bili su izrazito značajni u smanjenju kod svih vrsta fondova dok s druge strane struktura UCITS fondova prema zastupljenosti u neto imovini i nije bitno promijenjena kao kod posljednje financijske krize. Krajem 2019. najzastupljeniji su bili obveznički fondovi sa 81,6%, te slijede dionički sa 8%, mješoviti sa 4,37%, ostali 5,93% dok napajajući i novčani tek zajedno čine 0,11% u ukupnoj neto imovini UCITS fondova. Zbog pogoršanja na domaćem financijskom tržištu

tijekom veljače i ožujka neto imovina se bitno smanjila, no i dalje su najzastupljeniji obveznički fondovi sa 78%, dionički sa 9%, mješoviti sa 5%, ostali sa 8 %. Ovakva nepromijenjena struktura rezultat je brze reakcije HNB-a na reduciranu likvidnost obvezničkih fondova tako što je otkupila vrijednosne papire RH i stabilizirala obvezničko tržište, ali i brzi oporavak dioničkog tržišta. Također, financijski stres je sveden na niske razine zbog poboljšanja situacije u vezi razvoja pandemije tijekom travnja, svibnja i lipnja te su odluke investitora također utjecale.

Grafikon 15. Učinci kriza na struktura otvorenih investicijskih fondova prema vrsti, u %

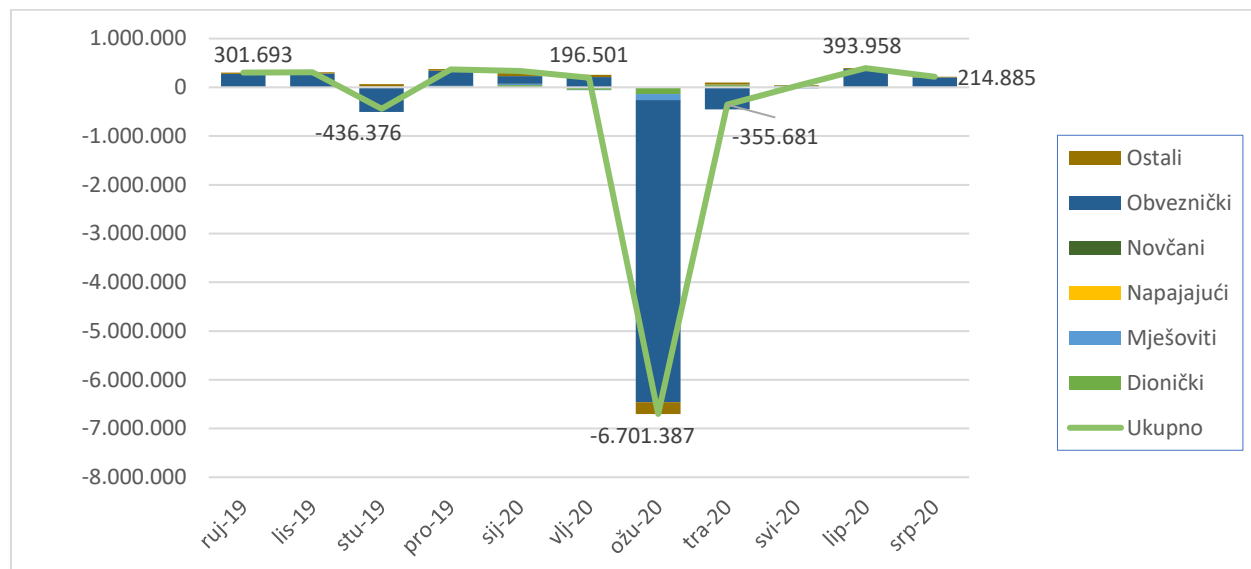


Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

Uzroci pada neto imovine pojedinih fondova tijekom pandemije najvećim dijelom bili su zbog velikih odljeva. Tijekom 2019. UCITS fondovi bilježe pozitivne neto izdane udjele, iznimka studeni 2019., te su početak 2020. dočekali sa dobrom likvidnošću. Domaći investitori su na eksterni šok izazvan COVID-19 reagirali snažnim povlačenjem svojih sredstava iz investicijskih fondova (grafikon 16.), tako su u razdoblju od 11. ožujka do kraja mjeseca povukli 7,7 mlrd. HRK, odnosno neto vrijednost izdanih udjela UCITS fondova iznosila je -6,7 mlrd. HRK. Najveći odljevi zabilježeni su kod obvezničkih fondova koji su na kraju ožujka imali odljev od -7,1 mlrd. HRK, a dionički i mješoviti -0,16 i -0,14 mlrd. HRK. Neto vrijednost izdanih udjela smanjila se na -0,4 mlrd. HRK krajem travnja, a pozitivna vrijednost neto izdanih udjela zabilježena je u svibnju i lipnju zbog novih ulazaka i povoljnih tržišnih kretanja što je utjecalo na vrijednost imovine u koju fondovi ulažu te je već u srpnju vidljiv ponovo blagi pad. Tečajne promjene imale su izrazito mali

postotak utjecaja na neto imovinu fondova, krajem ožujka i početkom travnja zabilježeni su deprecijacijski pritisci kune prema euru, no HNB je na deviznom tržištu reagirao otkupom deviza te su značajne oscilacije tečaja spriječene. Tržišna kretanja najviše su pogodila dioničke i mješovite fondove zbog značajne volatilnosti domaćeg dioničkog tržišta.¹⁰¹

Grafikon 16. Neto vrijednost izdanih udjela UCITS fondova u razdoblju od rujna 2019. do srpnja 2020., u tis. kn



Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

Poboljšanje javnih financija Republike Hrvatske tijekom 2019. rezultiralo je povratkom kreditnog rejtinga u investicijski razred te je zahtijevani prinos na državne obveznice pao, koje čine najveći dio ulaganja društva i fondova sektora financijskih usluga. Pad prinosa stvorilo je pritiske na profitabilnost te su financijske institucije tragale za prinosima.¹⁰² Pogoršanjem situacije s razvojem virusa cilj u 2020. je očuvati i zadržati postojeće prinose. Profitabilnost u prvom tr.2020. svih pružatelja financijskih usluga je bila stabilna, osim fondova, te nisu ostali otporni na posljedice krize kao ni posljednje financijske krize i opet su najsnažnije pogođeni. Od početka zdravstvene krize, 20.02.2020. kada se situacija u Europi pogoršala, do lipnja 2020. zabilježeno je smanjenje cijene udjela i negativni prinosi kod svih vrsta UCITS fondova (slika 5.). S obzirom na strukturu ulaganja i oscilacija cijena dionica od početka krize do kraja lipnja 2020. najviši pad prinosa imali

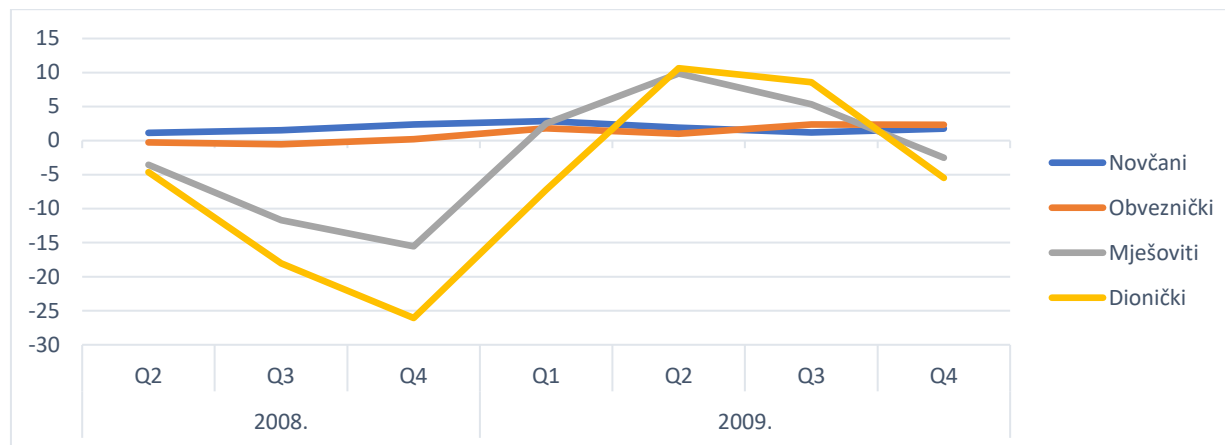
¹⁰¹ HANFA, *op.cit.* u bilj. 61, str. 28

¹⁰² HANFA, *op.cit.* u bilj.42, str. 16

su dionički fondovi (-13,7%), ali unatoč pozitivnim prinosima u 2019. jedino su dionički fondovi (-5,2%) i novčani fondovi (-,07%) imali negativne prinose u jednogodišnjem razdoblju. Iako su se od početka godine i od početka krize smanjili prinosi svih kategorija, na godišnjoj razini obveznički, mješoviti i ostali fondovi imali su rast prinosa redom od 0,2%, 0,4% i 0,9%. Profitabilnost i dalje nije značajno ugrožena te će ovisiti o trajanju zdravstvene situacije. Kako se na domaćem tržištu ulaganje u investicijske fondove smatra alternativnom štednjom, u dobrim vremenima dolazi do prelijevanja štednje iz bankovnih depozita u fondove s višim povratima, posebice obvezničke, a u kriznim vremenima zbog visoke razine konzervativnosti ulagača u Hrvatskoj štednja prelazi iz fondova u bankovne depozite koji su sigurniji. To je bio ujedno i najveći razlog pada neto imovine obvezničkih fondova u prvom tr.2020. Iako prosječni godišnji prinos obvezničkih fondova je viši od kamatne stope na oročene depozite.¹⁰³ Situacija tijekom financijske krize u 2008. točnije u zadnjem kvartalu 2008. kada su učinci krize bili najsnažniji, najveći pad vrijednosti udjela imali su dionički (-26,6%) i mješoviti (-15,53%), a obveznički i novčani su bilježili pozitivne prinose od 0,23% i 2,36%. Situacija se početkom 2009. stabilizirala najviše za dioničke i mješovite fondove, te su mješoviti i dionički imali pozitivne prinose sve do zadnjeg kvartala 2009. kada su ponovo zabilježili negativne prinose, no u manjem postotku. Novčani fondovi su tijekom cijele 2008. i 2009. imali pozitivne prinose, a ovakva situacija nije i tijekom trajanja pandemije kada su čak i novčani zabilježili negativne prinose na godišnjoj razini i od početka prvog zaraženog. Dionički i mješoviti fondovi opet su bilježili najveće negativne prinose, kao i tijekom 2008., dok su obveznički sada imali veće negativne prinose nego tijekom 2008. kada su imali samo u drugom i trećem kvartalu negativne prinose, dok su tijekom zadnjeg kvartala i tijekom cijele 2009. bilježili pozitivne prinose (grafikon 17.).

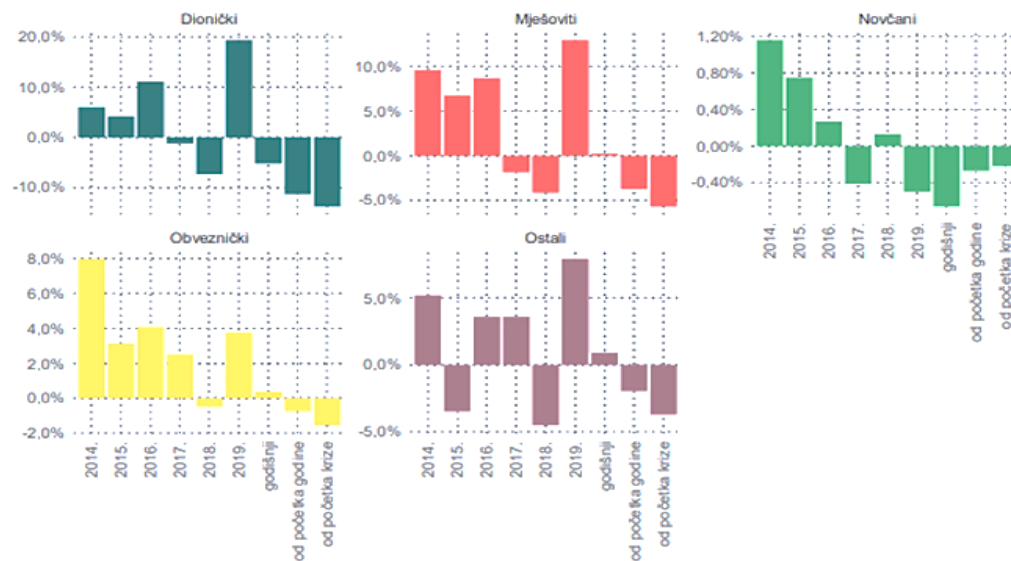
¹⁰³ HANFA, *op.cit.* u bilj.61, str. 24

Grafikon 17. Kretanje prosječnih prinosa otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od Q2/08. do Q4/09., u %



Izvor: izrada autora prema podacima HANFA, kvartalni bilteni, br.1-7

Slika 5. Smanjenje prinosa UCITS fondova od početka zdravstvene krize, u %



Napomena: Godišnji prinos, prinos od početka godine i prinos od početka krize izračunati su kao promjena cijene udjela za 30.6.2020. u odnosu na 30.6.2019., 31.12.2019. i 20.2.2020.

Izvor: HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, prvo polugodište 2020., broj IV, kolovoz 2020., str. 24

5.3 Usporedba tržišta Republike Hrvatske i Europe u dijelu utjecaja navedenih kriza

Početkom 2020. tržišna likvidnost naglo je pala, pri čemu su investicijski fondovi bili suočeni ogromnim odljevima i još više doprinijeli tržišnoj nestabilnosti. Likvidnost ovaj puta nije pala samo

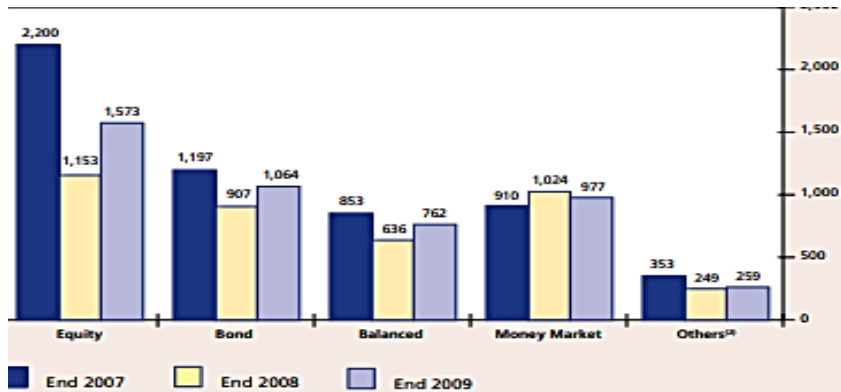
za rizičnu imovinu nego i na visokokvalitetnim tržištima zbog sve veće potražnje financijskog i nefinancijskog sektora za gotovinom. Investicijski fondovi opet su se suočili sa odljevima viđenim tokom globalne financijske krize, te su ovaj put sredinom ožujka odljeve imali i novčani fondovi zbog velike potražnje za gotovinom. Nagli pad cijena rizične imovine uzrokovao je pad portfelja vrijednosnih papira investicijskih fondova zbog velike izloženosti visoko rizičnoj imovini (korporativne obveznice) posljednjih godina i njezinoj osjetljivosti na šokove uzrokovane korona virusom, uključujući dionice čije su cijene najviše pale. Tržišta su se ubrzo smirila zahvaljujući intervencijama središnjih banaka, tako je u ožujku i travnju Upravno vijeće ESB-a najavilo set mjera koje su uključivale dugoročno refinanciranje po povoljnim uvjetima za bankarsko kreditiranje, privremeni pandemijski program kupovine u nuždi (PEPP) od 750 mlrd. EUR, novi niz pandemijskog dugoročnog financiranja za potporu likvidnosti financijskog sustava eurozone i olakšavanje okvira kolaterala.¹⁰⁴ Za vrijeme globalne financijske krize zbog velikih gubitka na dioničkom tržištu natjeralo je ulagače na povlačenje sredstava što je posljedično izazvalo pad cijena dionica i pad imovine dioničkih fondova. Strah i kriza likvidnosti na kreditnom tržištu i tržištu novca ubrzali su odljeve iz obvezničkih fondova kao i novčanih. Imovina Europskih IF-ova rasla je sve do kraja 2007. kada je iznosila 7,9 mlrd. EUR, a već na kraju 2008. pad je bio za 23% ili 1,8 mlrd. EUR. Pad imovine UCITS fondova za 26,1% najvećim dijelom je bio zbog tržišnih gubitaka koji su krivac za 81% pada imovine UCITS fondova., a neto odljevi za 19%. Sve kategorije UCITS fondova bilježile su pad imovine na kraju 2008. (slika 6.) osim novčanih fondova koji su imali porast zbog priljeva početkom godine prije kolapsa tržišta. Dionički fondovi imali su najveći pad imovine od 47%, slijede ostali fondovi¹⁰⁵ sa 29%, mješoviti 25% i obveznički 24%. Krajem 2009. sve kategorije imale su porast neto imovine iz različitih razloga: niske kamatne stope na bankovne depozite navele su ulagače za potragom viših prinosa, niske cijene dionica potaknule su dioničare za ulaganjem u dioničke fondove, visoka koncentracija financijskog bogatstva u likvidnim ulaganjima potaknula je ulagače za više uravnoteženom alokacijom imovine.¹⁰⁶

¹⁰⁴ ECB, *op.cit.* u bilj. 93

¹⁰⁵ Ostali fondovi uključuju fondove fondova, fondovi *hedge* fondova i ostale fondove čija strategija pripada izvan četiri glavne kategorije UCITS fondova.

¹⁰⁶ EFAMA, *Annual Report 2009.*, str. 50

Slika 6. Neto imovina UCITS fondova prema vrsti, u mlrd. EUR



Izvor: EFAMA, *Annual Report 2009.*, str. 52

Tijekom 2019. neto imovina Europskih investicijskih fondova je rasla i na kraju godine iznosila je 17,7 bilijuna EUR (tablica 9.) dok je od toga ukupna imovina IF-ova Hrvatske činila 3,605.1 milijuna EUR. Na kraju prvog kvartala 2020. ukupna NAV IF-ova u Europi pala je za 11,6% na 15,68 bilijuna EUR. Globalni šokovi na financijskim tržištima bili su uzrok 94% pada, a ostalih 6% odljevima iz fondovima. U Hrvatskoj je pad imovine bio najvećim dijelom zbog odljeva točnije 85%, a ostalih 15% zbog pada vrijednosti imovine u koju su fondovi ulagali. NAV UCITS fondova pala je za 14,5%, a AIF-a za 7,5% razlog veće razlike u padu je što dionički fondovi imaju veći udio (39% na kraju 2019.) u neto imovini UCITS fondova nego kod AIF-a (14%). Hrvatska je u usporedbi sa zemljama SIE imala drugi najveći pad imovine od 26%, a najveći pad je imala Češka od 33,7%. Najveći pad ukupne neto imovine u Europi dogodio se u ožujku najvećim dijelom zbog pada neto imovine UCITS fondova. U prvom kvartalu najveći pad imali su dionički i mješoviti fondovi od 21,1% i 8,59%, imovina novčanih fondova je ostala nepromijenjena, a obveznički fondovi imali su pad od 10,7%. U Hrvatskoj je bila drugačija situacija gdje su obveznički imali najveći pad imovine u samo mjesec dana. Struktura UCITS fondova nije se bitno izmijenila na kraju lipnja 2020. kao ni u slučaju Hrvatske, u Europi su i dalje dominirali dionički fondovi s 37% slijede ih obveznički sa 28%, mješoviti sa 18% i novčani fondovi sa 13%.¹⁰⁷ Ovakva struktura bila je i nakon financijske krize, stoga je vidljivo kako obje krize nisu utjecale na promjenu strukture UCITS fondova prema imovini u Europi, dok je u Hrvatskoj nakon globalne financijske krize struktura bila bitno izmijenjena u korist novčanih fondova.

¹⁰⁷ EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2020.*, lipanj 2020., str. 1

Tablica 9. Neto imovina izabranih zemalja na kraju Q4/19. i Q1/20., u mil. EUR

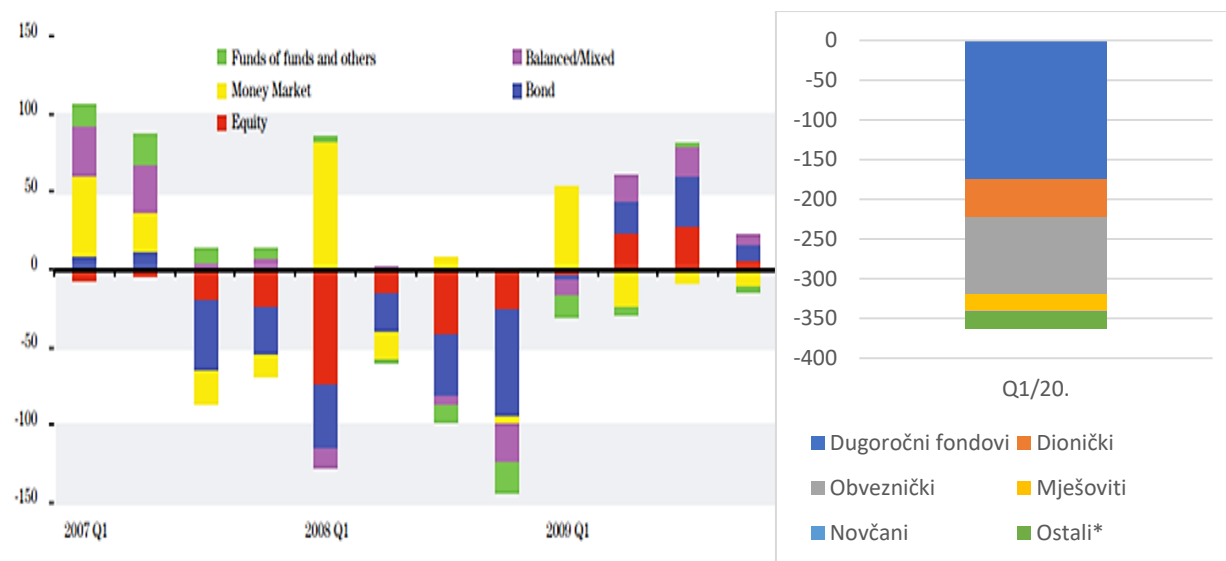
Neto imovina						
	Q4/19.			Q1/20.		
	Ukupno	UCITS	AIF	Ukupno	UCITS	AIF
Hrvatska	3,605.1	3,034.8	570,30	2,662.5	2,052.0	610.5
Češka	14,626.4	13,078.4	1,548.0	9,689.0	8,598.3	1,090.7
Mađarska	19,557.2	1,251.9	18,305.3	16,734.3	1,012.1	15,722.2
Poljska	62,957.1	28,146.6	34,810.5	52,471.4	21,658.8	30,812.6
Slovačka	7,413.8	5,341.3	2,072.4	6,872.1	4,820.6	2,051.5
Slovenija	3,148.6	3,009.2	139,40	2,708.4	2,545.2	163,20
Europa	17,734,454.9	10,990,277.0	6,744,177.9	15,683,070.9	9,437,272.3	6,245,797.7

Izvor: izrada autora prema podacima EFAMA

Pad gospodarske aktivnosti i korporacijskih profita na globalnoj razini uzrokovali su oštri pad dioničkih tržišta kao i posljednje financijske krize. Neto odljevi UCITS fondova (slika 7.) u ožujku iznosili su 313 mlrd. EUR, ali kao postotak neto imovine odljevi nisu bili veći kao u listopadu 2008., u vrhuncu krize (2,9%), dok su AIF-ovi imali neto priljev od 6,6 mlrd. EUR. UCITS fondovi i AIF fondovi imali su neto odljeve od 125 mlrd. EUR u prvom kvartalu 2020. iznos koji nije zabilježen ni posljednje financijske krize. Neto odljevi u prvom kvartalu 2020. UCITS fondova iznosili su 176 mlrd. EUR u usporedbi sa neto odljevima od 142 mlrd. EUR u zadnjem kvartalu 2008. UCITS obveznički fondovi zabilježili su najveće neto odljeve u vrijeme naj snažnije kontrakcije financijskog tržišta u ožujku 2020. i listopadu 2008. Stres na obvezničkom tržištu za vrijeme COVID-19 krize, posebice za korporativne obveznice s visokim prinosima, i smanjenje likvidnosti kratkoročnih instrumenta podudaraju se s povećanom percepcijom rizika i većom potražnjom za gotovinom što posljedično dovodi do otkupa sredstava. UCITS dionički fondovi u ožujku 2020. imali su neto odljev od 60 mlrd. EUR. Ovakav odljev iz dioničkih fondova se smatra umjerenim jer ulagači nisu htjeli povlačiti sredstva po nižim vrijednostima. U travnju su imali neto priljeve što je dovelo do oporavka cijena dionica (+6,2% STOXX EUROPE 600 i +12,8% S&P 500). U listopadu 2008. imali su manji neto odljev kao i mješoviti fondovi. Novčani fondovi su imali neto odljeve od iznenađujućih 45 mlrd. EUR. Razlog većeg odljeva je što su veći institucionalni investitori, poput mirovinskih fondova, osiguratelja, izgradili zaštitne fondove za likvidnost kako bi izvršili zakazane isplate u okruženju nižih doprinosa od strane njihovih članova. Takve epizode velikih odljeva novčanih fondova predstavljaju sistemske poremećaje jer u eurozoni pružaju kratkoročno kreditiranje bankama i nefinancijskim poduzećima kupujući njihove

komercijalne papire, pa kada su imali velike odljeve tijekom ožujka to je predstavljalo veliki problem u pristupu kratkoročnom financiranju financijskog sustava i realne ekonomije u vrijeme krize jer kad su takvi veliki odljevi novčani fondovi mogu biti prisiljeni na prodaju imovine i prelići poteškoće na sektore koje ovise o njima¹⁰⁸. Tijekom listopada 2008. imali su neto odljeve od 19 mlrd. EUR što je puno manji iznos nego u ožujku 2020. UCITS dugoročni fondovi imali su neto odljev u ožujku 2020. od 268 mlrd. EUR zbog ulaganja u dugoročne vrijednosne papire koji su izrazito osjetljivi na nestabilnosti u financijskom sustavu.¹⁰⁹ Nakon snažnih odljeva tijekom ožujka sve kategorije UCITS fondova do kraja lipnja bilježili su nove ulaske/priljeve, a najviše novčani fondovi zahvaljujući središnjoj banci kada je krajem ožujka pružala podršku tržištima.¹¹⁰

Slika 7. Neto priljevi/odljevi u UCITS fondove za vrijeme financijske krize 2008. i pandemije COVID-19, u mlrd.EUR



*Ostali fondovi uključuju ETF fondove i ostale fondove

Izvor: CESR, *Annual Report 2009.*, str. 17. i izrada autora prema EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2020.*, lipanj 2020., str. 3

¹⁰⁸ ECB, *op.cit.* u bilj. 93. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2020/html/ecb.fsrbox202005_07~725c8a7ec8.en.html (28.8.2020.)

¹⁰⁹ EFAMA, *Market insights*, vol.1, ožujak 2020., str. 2 i 3

¹¹⁰ Cijelo odlomak prilagođen je prema: EFAMA, *op.cit.* u bilj. 107, str.3 i EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2008 and Results for the Full Year 2008.*, lipanj 2008., str. 5

5.4 Preporuke HANFA-e za ublažavanje efekata na sektor financijskih usluga uzrokovanih COVID-19 krizom

Eskalacija pandemije COVID-19 diljem svijeta i proglašenje početka pandemije u Republici Hrvatskoj kao i događaj potresa izrazito su djelovali na gospodarsku aktivnost Hrvatske i sektor financijskih usluga. Pojedini segmenti sektora financijskog sustava suočeni su sa poteškoćama u poslovanju stoga je HANFA u cilju osiguranja kontinuiteta poslovanja sektora financijskih usluga kao i zaštite korisnika tih usluga te očuvanja financijske stabilnosti objavila mjere i preporuke subjektima nadzora da podrži poslovanje sektora financijskih usluga. Neke od bitnijih mjera koje su donijete su: rješenje o privremenoj obustavi trgovanja na Zagrebačkoj burzi, odluku o oslobađanju plaćanja naknade izdavateljima uvrštenim na uređeno tržište za 2020. godinu prema Pravilniku o izračunu, visini i naplati naknada koje se plaćaju Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN, broj 2/20), zabrana isplate dividende društvima za osiguranje, rješenje o osnivanju fonda za stabilnost i druge mjere. Prema čl.185 Pravila burze, privremena obustava trgovanja na Zagrebačkoj burzi svim financijskim instrumentima na uređenom tržištu do kraja trgovinskog dana 12.3.2020. dogodila se zbog izrazito velike volatilnosti tržišta jer je vrijednost indeksa CROBEX pala za više od 10% u odnosu na zadnju vrijednost prethodnog trgovinskog dana. Prema istom članku Pravila burze, 9. ožujka je također obustavila trgovanje. HANFA je donijela rješenje¹¹¹ kojim se OTP invest društvu s ograničenom odgovornošću za upravljanje fondovima daje odobrenje osnivanja i upravljanja Fondom za stabilnost¹¹². Cilj Fonda bit će ulagateljima ponuditi primjerenu likvidnost uložениh sredstava, očuvanje početne vrijednosti uloga i ostvarenje primjerenog povrata na uložena sredstva te povećanje likvidnosti prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenta tržišta novca čiji je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska.¹¹³ HANFA će i dalje pratiti razvoj pandemije COVID-19 na sektor financijskih usluga u svrhu očuvanja poslovanja subjekta nadzora na tržištu financijskih usluga i financijske stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava.

¹¹¹ Detaljnoj objavi sa 16. sjednice Upravnog vijeća HANFA-e može se pristupiti na: <https://www.hanfa.hr/objave-sa-sjednica/16-sjednica-upravnog-vije%C4%87a-hanfe-2/>

¹¹² Riječ je o otvorenom investicijskom fondu s javnom ponudom (UCITS) koji se osniva na određeno vrijeme od tri godine, a namijenjen je institucionalnim ulagateljima koji su spremni uložiti najmanje milijun kuna, na tri godine, te koji u tom razdoblju neće imati potrebe za likvidnosti te mogu podnijeti umjeren rizik ulaganja.

¹¹³ HANFA, Mjere subjektima nadzora. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/upozorenja-hanfe/covid-19/> (29.08.2020.)

Uz HANFA-u podršku očuvanju financijske stabilnosti pružala je i Hrvatska narodna banka zbog izrazite koncentracije stresa na deviznom tržištu i tržištu obveznica. U svrhu stabilizacije deviznog tržišta i devizne likvidnosti HNB je u razdoblju od 9. do 17. ožujka provela četiri devizne intervencije u kojima je bankama prodano 1,625 mlrd. HRK. Za osiguranje kunske likvidnosti za nastavak financiranja gospodarstva 16. ožujka održala je strukturnu i redovnu operaciju čime je stvoreno 750 mil. HRK kratkoročne likvidnosti i 3,8 mlrd. HRK dugoročne likvidnosti (rok na 5 godina, kamatna stopa od 0,25%). Također, HNB je počela kupovati državne obveznice RH u cilju očuvanja stabilnosti na tržištu državnih vrijednosnih papira. Na prvoj aukciji izravne kupnje obveznica RH 13. ožujka otkupljeno je 211,2 mil. HRK te je odlukom Savjeta HNB-a proširen obuhvat ugovornih strana prihvatljivih za sudjelovanje u operacijama kupnje i prodaje vrijednosnih papira na mirovinska društva, društva za osiguranje i društva za upravljanje OIF-ima. Održavanje aukcija kupnje obveznica nastavilo se i krajem ožujka, u travnju i dvije aukcije tijekom lipnja 2020., u t pet aukcija otkupljeno je 17,9 mlrd. HRK.¹¹⁴ Ostale mjere HNB-a uključivale su uspostavljanje valutnog *swapa* s ESB-om, smanjenje stope obvezne pričuve s 12% na 9% i supervizijske mjere koje uključuju korištenje zaštitnog sloja likvidnosti ispod propisanog najmanjeg iznosa od 100%, zadržavanje dobiti banaka ostvarene u 2019., privremena obustava stresnog testiranja i fleksibilniji pristup supervizijskim pravilima koji omogućuje uvođenje reprograma od strane kreditnih institucija prema označenim klijentima po ubrzanom postupku bez reklasifikacije u status neispunjavanja obveza.¹¹⁵

¹¹⁴ HNB, Odgovor HNB-a na krizu COVID-19; Mjere monetarne politike. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/javnost-rada/covid-19/mjere-monetarne-politike> (7.09.2020.)

¹¹⁵ HNB, *op.cit.* u bilj.83 , str. 13

6. ZAKLJUČAK

Gospodarska kriza izazvana zdravstvenim šokom zaraze korona virusom drugačija je od posljednje financijske krize 2008.godine. Izvor financijske krize može se opisati vođenjem pretjerane ekonomske politike vodećih svjetskih ekonomija, a najviše SAD-a, deregulaciji financijskog tržišta, politikom niskih kamatnih stopa, ublaženi uvjeti kreditiranja, nagli pad cijena nekretnina i ostale imovine, što je dovelo do kolapsa prvo tržišta nekretnina i financijskog tržišta u SAD-u, a zatim su se učinci proširili diljem svijeta. S druge strane uzrok krize početkom 2020. ne dolazi iz gospodarskog i financijskog sustava kao posljednje financijske krize već je uzrok pandemija i mjere koje su stupile na snagu radi suzbijanja virusa. Brzina kojom se širila kriza diljem svijeta ostavila je duboke posljedice na nacionalne ekonomije kako u realnom tako i u financijskom sektoru. U cilj očuvanja zdravlja cjelokupne populacije, zemlje diljem svijeta uvele su mjere za suzbijanje virusa koje su uključivale djelomično ili potpuno zatvaranje nacionalnih ekonomija čime je najviše pogođen realni sektor, a financijska tržišta ponovo su zabilježila povijesne šokove videne posljednje financijske krize.

Rast sektora financijskih usluga u Hrvatskoj sve do kraja 2019. prekinut je početkom 2020. točnije u veljači i ožujku kada je domaće financijsko tržište, posebice dioničko, zabilježilo snažne volatilnosti. Smanjenje imovine sektora financijskih usluga najvećim dijelom proizašlo je padom neto imovine investicijskih fondova koji su snažno reagirali na negativna tržišna kretanja i odluke investitora koji su zbog neizvjesnosti u vezi pandemije povlačili sredstva iz fondova u sigurnije oblike. Utjecaj pandemije na broj i strukturu IF-ova prema broju u Hrvatskoj nije vidljiv, kao ni tijekom 2008. godinu. Kao i krajem 2019. u lipnju 2020. i dalje dominiraju obveznički fondovi izrazito zbog Uredbe o novčanim fondovima, kada su početkom 2019. obveznički fondovi zabilježili veliki porast broja i priljeve. Slijede ih dionički, ostali i mješoviti fondovi. Snažna volatilnost tijekom veljače i ožujka 2020. utjecala je na smanjenje ukupne neto imovine UCITS fondova, kao dominantni oblik IF-ova u Hrvatskoj prema broju i prema NAV-u. Uzrok naglog pada su povećani odljevi iz fondova, a manjim dijelom zbog promjene vrijednosti imovine. Tijekom nestabilnosti na domaćem financijskom tržištu sve vrste UCITS fondova bilježile su pad NAV-a, najviše obveznički, koji su zabilježili povijesno najveće odljeve, slijede ih dionički i mješoviti fondovi. Drugačiji tijek je bio tijekom 2008. kada su najveći pad neto imovine imali rizičniji oblici jer se dominantno ulagalo u dionice. Struktura UCITS fondova u ukupnoj neto imovini je bitno

izmijenjena tijekom posljednje financijske krize u korist novčanih i obvezničkih fondova, no promjena strukture pod utjecajem pandemije ostala je nepromijenjena gdje su najzastupljeniji obveznički, dionički i mješoviti fondovi. Usprkos činjenici da su obveznički fondovi imali najveći pad imovine i najviše odljeva i dalje dominiraju u strukturi UCITS fondova. Ovakva nepromijenjena struktura znak je brze reakcije HNB-a pružanjem likvidnosti i stabilnosti obvezničkom tržištu otkupom državnih vrijednosnica. Povijesno snažne odljeve zabilježili su obveznički fondovi zbog promjene sentimenta ulagača i bijegom u sigurnije bankovne depozite što je uzrokovalo pad vrijednosti udjela i rast zahtijevanih prinosa na državne obveznice RH, kao najzastupljenija vrsta ulaganja obvezničkih fondova. Dionički fondovi također su imali podosta veliki pad neto imovine zbog negativnih tržišnih kretanja na domaćem dioničkom tržištu sličnim tijekom posljednje financijske krize, a manjim dijelom zbog odljeva sredstava jer ulagači nisu htjeli povlačiti svoje udjele po nižim vrijednostima. Od početka krize u Hrvatskoj krajem veljače 2020. pa do kraja lipnja sve vrste UCITS fondova bilježile su negativne prinose, najviše dionički i mješoviti fondovi, a obveznički i novčani fondovi su imali također negativne prinose dok su u zadnjem kvartalu 2008. kada je tržište bilo najsnažnije pogođeno bilježili pozitivne prinose. Tijekom cijele 2008. novčani fondovi bilježili su pozitivne prinose dok su pod utjecajem pandemije bilježili negativne prinose od početka krize.

Nagli porast sistemskih rizika u hrvatskom financijskom sustavu izazvanih pandemijom primorao je HNB na intervencije na deviznom i obvezničkom tržištu i donošenjem monetarnih i supervizijskih mjera. U namjeri očuvanja financijske stabilnosti uz HNB javlja se i HANFA, kao nadzorna institucija sektora financijskih usluga, koja je također uvele preporuke i mjere za subjekte nadzora kako bi osigurala kontinuitet njihovog poslovanja. Situacija razvoja pandemije u Hrvatskoj kao i u globalu ostavlja puno neizvjesnosti na daljnja događanja u realnoj i financijskoj sferi. Pogoršanjem situacije ponovo se može dogoditi snažna volatilitnost domaćeg financijskom tržišta i uzrokovati poremećaje sektora financijskih usluga.

POPIS LITERATURE

1. BIS, *80th Annual Report*, 1 April 2009– 31 March 2010, Basel, lipanj 2010.
2. BIS, *Annual Economic Report 2020.*, Basel, lipanj 2020.
3. Bokan N., Grgurić L., Krznar I. i Lang M., *Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj*, HNB, Zagreb, veljača 2010.
4. Braut Filipović M., *Pravni položaj i odgovornost depozitara UCITS fondova*, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, 2015.
5. CESR, *Annual Report 2009*.
6. Cherowbrier J., Statista. Dostupno na: *Statista*, <https://www.statista.com/statistics/368648/europe-investment-funds-assets-to-gdp-ratio-by-country/> (7.8.2020.)
7. Čavrak V., *Makroekonomija krize COVID-19 i kako pristupiti njenom rješavanju*, EFZG *working paper series*, vol., br. 03, 2020. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/236781> (19.08.2020.)
8. DZS, *Hrvatska u brojkama*, 2019.
9. DZS, *Učinci pandemije bolesti COVID-19 na društveno-ekonomske pokazatelje*
10. ECB, *Financial Stability Review*, svibanj 2020.
11. EFAMA, *Annual Report 2009*
12. EFAMA, *Financial Stability Review*, svibanj. 2020
13. EFAMA, *International Statistical Release*, Q1 2020.
14. EFAMA, *Investment fund industry fact sheet*, 2014.
15. EFAMA, *Market insights*, vol.1, ožujak 2020
16. EFAMA, *The European Fund Classification EFC Categories*, travanj 2012., Dostupno na: https://www.efama.org/Publications/Public/European_Fund_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf#search=the%20european%20fund%20classification (30.7.2020.)
17. EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2020.*, lipanj 2020.
18. EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2008 and Results for the Full Year 2008.*, lipanj 2008.

19. EFAMA, *UCITS V*. Dostupno na: <https://www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=34> (5.8.2020.)
20. European Commission, *Investment Funds*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_hr (5.8.2020.)
21. Fabio Cortes F., Lindner P., Malik S., Segoviano M., *A Comprehensive Multi-Sector Tool for Analysis of Systemic Risk and Interconnectedness (SyRIN)*, IMF Working Paper, siječanj 2018
22. Gremillion, L., *Mutual Fund Industry Handbook*, John Wiley & Sons, 2005.
23. HANFA, Godišnje izvješće 2019.
24. HANFA, *Investicijski fondovi*. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/3389/za-web-investicijski-fondovi-2019.pdf> (5.8.2020.)
25. HANFA, kvartalni bilteni, br.1-7
26. HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, prvo polugodište 2020., broj IV, kolovoz 2020.
27. HANFA, Mjere subjektima nadzora. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/upozorenja-hanfe/covid-19/> (29.08.2020.)
28. HANFA, Obavijesti potrošačima. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/4593/2020-03-31-priop%C4%87enje-konzervativni-ulagatelji-reagirali-na-pandemiju-koronavirusa-zna%C4%8Dajnim-povla%C4%8Denjem-iz-ucits-fondova-final.pdf> (25.08.2020.)
29. HANFA, službeni podaci
30. HNB, *Bilten br. 143*, tromjesečno izdanje, HNB, Zagreb, prosinac 2008.,
31. HNB, *Bilten br.154*, tromjesečno izdanje, HNB, Zagreb, prosinac 2009.
32. HNB, *Bilten br. 260*, HNB, Zagreb, lipanj 2020.
33. HNB, *Financijska stabilnost br.2*, HNB, Zagreb, siječanj 2009.
34. HNB, *Financijska stabilnost br.21*, HNB, Zagreb, kolovoz 2020.
35. HNB, *Financijska stabilnost br.4*, HNB, Zagreb, veljača 2010.
36. HNB, *Financijski računi – stanja imovine i obveza na kraju 1. travnja 2020.*
37. HNB, *Godišnje izvješće 2009.*, HNB, Zagreb, lipanj 2010.
38. HNB, *Godišnje izvješće za 2008.*, HNB, Zagreb, 2009.
39. HNB, *Makroekonomska kretanja i prognoze*, god.5, br.8, HNB, Zagreb, srpanj 2020.

40. HNB, *Makroprudencijalna dijagnostika*, prvo tromjesečje 2020., br.11, HNB, Zagreb, svibanj 2020.
41. HNB, Odgovor HNB-a na krizu COVID-19; Mjere monetarne politike. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/javnost-rada/covid-19/mjere-monetarne-politike> (7.09.2020.)
42. HNB, Standardni prezentacijski format, 3. tromjesečje 2020.
43. Hrvatska gospodarska komora, <https://www.hgk.hr/svjetski-dan-investicijskih-fondo-izvjestaj> (28.07.2020.)
44. ICI, *A Guide to Understanding Mutual funds*. Dostupno na: http://vcee.org/wp-content/uploads/2015/05/Understanding_mfs.pdf (30.7.2020.)
45. ICI, *Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, ICI,2020., br. 60
46. IMF, *Global Financial Stability Report Update: Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large*, Washington, DC, lipanj 2020.
47. IMF, *Global Financial Stability Report: Markets in the time of COVID-19*, Washington, DC, travanj 2020.
48. Independent Evaluation Group (IEG), *The World Bank Group's Response to the Global Economic Crisis : Phase 1.*, Washington, DC: World Bank, 2011. Dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2277> (15.08.2020.)
49. Jurić D., *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa 29, br. 4, 2005. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/353> (8.09.2020.)
50. Keeley, B. and P. Love, *From Crisis to Recovery: The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insights, OECD Publishing, Paris, 2010. Dostupno na: <https://doi.org/10.1787/9789264077072-en> (15.08.2020)
51. Krišto, J., *Upravljanje izloženošću riziku institucionalnih investitora uvođenjem kapitalnih zahtjeva*, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2012.
52. Krišto, J., Stojanović, A. i Filipović, H., *Systemic risk of UCITS investment funds and financial market stability tested using MRS model*, EFZG working paper series, br.8, 2015.
53. Lopez C., Markwardt D. i Savard K., *THE ASSET MANAGEMENT INDUSTRY AND SYSTEMIC RISK: Is There a Connection?*, Milken Institute, rujanj 2016.
54. Madura, J., *Financial markets and institutions*, 11th edition, Cengage Learning, 2015.
55. Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta i institucije*, Mate, 2005.

56. Mlikotić, S., *Globalna financijska kriza - uzroci, tijek i posljedice*, Pravnik, vol. 44, br.89, 2010. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/98006> (14.08.2020.)
57. O'Reilly I., *The investment industry: a top-down view*, Third Edition - Chapter 1. Dostupno na: *Chartered Financial Analyst*, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/investment-foundations/1-the-investment-industry-a-top-down-view.ashx?la=en&hash=4CE062CAF584C924273ABD47CE530A53774F1426> (29.07.2020.)
58. OECD, *Global Financial Markets Policy Responses to COVID-19*, OECD, ožujak 2020.
59. OECD, *Tourism Policy Responses to the coronavirus (COVID-19)*, OECD, ažurirano 2. lipnja 2020.
60. OECD, *Unemployment rate (indicator)*, 2020. Dostupno na: doi:10.1787/52570002-en (20.08.2020)
61. OFR, *Asset Management and Financial Stability*, rujan 2013.
62. Perčević, H. i Mićin, M., *Povezanost kretanja neto imovine investicijskih fondova i bruto domaćeg proizvoda u Republici Hrvatskoj*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, vol., br. 23, 2017. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/202155> (5.8.2020.)
63. Stiglitz J., *Making Globalization Work*, New York, W.W. Norton & Co., 2006.
64. Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb, 2014.
65. TheCityUK, *Fund Management 2010.*, listopad 2010.
66. Tomek T., Gjoic Tomić T., *Investment funds industry in Croatia*, CEE Legal Matters Magazine, vol.6, br. 11, 2019. Dostupno na: http://ceelegalmatters.com/Magazines/ISSUE_CEELM_6.11_free.pdf (8.8.2020.)
67. UN, *World Economic Situation and Prospects as of mid-2020.*, UN, New York, 2020.
68. UN, *World Economic Situation and Prospects 2009.*, United Nations, New York, 2009. Dostupno na: https://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2009wesp.pdf (15.08.2020.)
69. UN, *World Economic Situation and Prospects 2010*, United Nations, NY, 2010. Dostupno na: <https://www.un.org/en/development/desa/publications/world-economic-situation-and-prospects-2010.html> (9.09.2020.)
70. WB, *Global Economic Prospects*, World Bank, Washington, DC, lipanj 2020.,

71. World Bank Group COVID-19 Crisis Response Approach Paper, *Saving Lives, Scaling-up Impact and Getting Back on Track*, World Bank Group, Washington, D.C, lipanj 2020.
72. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18, 126/19
73. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br.44/16, 126/19
74. ZSE, Mjesečni izvještaj listopad 2008.
75. ZSE, u prvom polugodištu 2020. godine

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Struktura financijske imovine sektora stanovništva u Hrvatskoj, I. tromjesečje 2020	19
Grafikon 2. Neto imovina UCITS fondova po polugodištima, prosinac 2013. - lipanj 2020., u tis.kn	22
Grafikon 3. Neto imovina AIF-a po polugodištima, prosinac 2013. - lipanj 2020., u tis. kn	22
Grafikon 4. Struktura UCITS fondova prema vrsti, lipanj 2020.....	23
Grafikon 5. Izdavanje i otkup udjela u UCITS fondovima u razdoblju od 2014. do 2019. godine, u mlrd. kn	24
Grafikon 6. Struktura ulagača - udjelničara UCITS fondova prema neto imovini, ožujak 2020., u %.....	25
Grafikon 7. Struktura ulaganja UCITS fondova u razdoblju od 20016. do 2019. godine, u %	26
Grafikon 8. Cijene dionice glavnih referentnih vrijednosti početkom 2020.	36
Grafikon 9. Stopa promjene realnog BDP-a u razdoblju od 2000. do 2010.	38
Grafikon 10. Prosječne aktivne (lijevo) i pasivne (desno) kamatne stope banaka u Hrvatskoj, u %	40
Grafikon 11. Mjesečni promet dionica i vrijednost indeksa CROBEX (lijevo) i mjesečni promet obveznicama i vrijednost indeksa CROBIS (desno) na Zagrebačkoj burzi na kraju mjeseca	41
Grafikon 12. Kratkoročni (lijevo) i dugoročni (desno) troškovi financiranja u Hrvatskoj, u %....	44
Grafikon 13. Kretanje indeksa CROBEX (lijevo) i CROBIS (desno) tijekom pandemije	45
Grafikon 14. Učinci navedenih kriza na kretanje neto imovine investicijskih fondova, u mlrd. HRK	52
Grafikon 15. Učinci kriza na struktura otvorenih investicijskih fondova prema vrsti, u %.....	53
Grafikon 16. Neto vrijednost izdanih udjela UCITS fondova u razdoblju od rujna 2019. do srpnja 2020., u tis. kn	54
Grafikon 17. Kretanje prosječnih prinosa otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od Q2/08. do Q4/09., u %.....	56

POPIS SLIKA

Slika 1. Doprinos investicijskih fondova različitim gospodarskim sektorima.....	6
Slika 2. Osnovne vrste investicijskih fondova prema EFAMA metodologiji.....	8
Slika 3. Udio imovine investicijskih fondova u BDP-u države u Europi 2017. godine, po državama	20
Slika 4. Cijene imovine za vrijeme financijske krize.....	33
Slika 5. Smanjenje prinosa UCITS fondova od početka zdravstvene krize, u %.....	56
Slika 6. Neto imovina UCITS fondova prema vrsti, u mlrd. EUR	58
Slika 7. Neto priljevi/odljevi u UCITS fondove za vrijeme financijske krize 2008. i pandemije COVID-19, u mlrd.EUR	60

POPIS TABLICA

Tablica 1. Broj (lipanj 2020.) i imovina (prosinac 2019.) investicijskih fondova u Hrvatskoj	21
Tablica 2. Neto imovina UCITS fondova (u mlrd. kn) i udio u BDP-u u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2014. do 2019. godine.....	25
Tablica 3. Struktura vrijednosnih papira i depozita kao dijela strukture ulaganja UCITS fondova u razdoblju od 2016. do lipnja 2020. godine, u tis. kn.....	27
Tablica 4. Bruto dug i bilanca opće države prema grupi zemalja, u %BDP.....	31
Tablica 5. Realni BDP, postotna promjena u odnosu na prethodnu godinu	34
Tablica 6. Stopa nezaposlenosti prema anketi o radnoj snazi.....	39
Tablica 7. Stope raste BDP-a s obzirom na prethodno tromjesečje	42
Tablica 8. Broj investicijskih fondova za vrijeme navedenih kriza	49
Tablica 9. Neto imovina izabranih zemalja na kraju Q4/19. i Q1/20., u mil. EUR	59

ŽIVOTOPIS

Klara Kolaric

Nationality: Croatian

Date of birth: 10/5/96

Mobile phone: (+385) 981738887

Gender: Female

Email address: klara.kolaric@hotmail.com

LinkedIn : <https://www.linkedin.com/in/klara-kolari%C4%87-734946137/>

Address : Gardinovec 183, 40319 Belica (Croatia)

WORK EXPERIENCE

Student Assistant at the Department of Finance

Faculty of Economics and Business, University of Zagreb [10/19 – 06/20.]

Address: (Croatia)

City: Zagreb

Country: Croatia

Student work

Association eCommerce Croatia [12/18 – 2/19]

Address: Zagreb (Croatia)

City: Zagreb

Country: Croatia

-work on WebPress

-assistance with the organization of the CRO Commerce 2019 conference

-conference assistance (accreditations)

Intern in the accounting and finance office

Accounting and finance Kolaric j.d.o.o [8/18 – 10/18]

Address: Čakovec (Croatia)

City: Čakovec

Country: Croatia

-posting daily business changes (incoming invoices, domestic and foreign currency statements, cash registers)

-development of cashier's report for monthly business changes
(writing of payment slips, receipts and cash register)

-correct disposal of bills for craftsmen and farmers

-participation in the preparation of documentation for the calculation of salary

-disposal of documentation

-working with clients

-drafting a memo

Volunteer work at the Weekend Media Festival

Pepermint [21/9/17 – 24/9/17]

Address: Radićeva 15, 10000 Zagreb (Croatia)

City: Rovinj

Country: Croatia

- issuing accreditations to participants
- help in preparing lecture halls
- stacking gift bags for participants

Volunteer work at the conference " Ladies of new business"

[3/3/17 – 3/3/17]

Address: Zagreb (Croatia)

City: Zagreb

Country: Croatia

- help in preparing the event space
- stacking gift bags for participants
- work at the front desk (registration of participants)

Interviewer on the project of citizens' attitude on card, electronic and cash payment

The Institute of Economics [24/10/16 – 21/12/16]

Address: Zagreb (Croatia)

City: Zagreb

Country: Croatia

- phone interviews

Volunteer work-Team for social and cultural activities at the European University Games

[12/7/16 – 25/7/16]

Address: Zagreb (Croatia)

City: Zagreb

Country: Croatia

- promoting the events that we organized
- distribution of accreditations to the participants
- organizing various entertaining programs for participants

EDUCATION AND TRAINING

Full-time student-Integrated undergraduate and graduate university study programme

Faculty of Economics and Business Zagreb [10/15 – Current]

Address: Zagreb (Croatia)

- Study programme: Business Economics
- Field: Finances

High school

Gimnazija Josipa Slavenskog Čakovec [11 – 15]

Address: Čakovec (Croatia)

LANGUAGE SKILLS**Mother tongue(s):**

Croatian

Others:**English**

listening: c1 reading: b2 understanding: b2

spoken production: b2 spoken interaction: b2

German

listening: a2 reading: b1 understanding: a2

spoken production: a2 spoken interaction: a2

Spanish

listening: a2 reading: a2 understanding: a2

spoken production: a2 spoken interaction: a2

DIGITAL SKILLS

Microsoft Word / Microsoft Excel / Microsoft Powerpoint / Google Drive / Microsoft Office /
Google Docs /Statistical programming R programming language / Word press / Google Meet

NETWORKS AND MEMBERSHIPS**Memberships**

[Zagreb, 10/16 – 10/18]

10/2017-10/2018- Team member of the "Case Study Competition" in the student organization eS-
TUDENT

10/2016-10/2017- Team member of the "International Cooperation" in the student organization e-
STUDENT

DRIVING LICENCE

Driving Licence: B

CONFERENCES AND SEMINARS**Conferences**

7/11/2015- CEO (Career and Entrepreneurship Opportunities) conference, Zagreb (participant)

PROJECTS**Projects**

Make a wish 2017- a charity concert to raise funds to help children

HONOURS AND AWARDS

Honours and awards

5/2020- Scholarship for Excellence, University of Zagreb

3/2010- Recognition for their cooperation in the implementation and implementation of the GLOBE program

5/2009- Recognition for participating in the State Fair and Competition of Croatian GLOBE Schools

4/2009- Recognition for participation in the 5th GLOBE School Inter-County Fair

ORGANISATIONAL SKILLS

Organisational skills

good organizational skills acquired during the organization of various projects and competitions at eSTUDENT association and as an intern and student assistant

COMMUNICATION AND INTERPERSONAL SKILLS

Communication and interpersonal skills

good communication skills acquired while working as an interviewer, working in a team in a student association and during various volunteering at conferences

WORKSHOPS

Workshops

7/10/2016- student workshop-"Design and implementation of online surveys and analysis of key competences in the field of Economics and Business within the project "KOMPEKO", The Institute of Economics, Zagreb