

# UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU

---

**Dumančić, Marcela**

**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:148:108552>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-01**



*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**

**UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU  
Diplomski rad**

**Marcela Dumančić**

**Zagreb, rujan 2020.**

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

**UČINCI FINANIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU**

**THE EFFECTS OF FINANCIAL LIBERALIZATION ON DEVELOPING COUNTRIES**

**Diplomski rad**

**Marcela Dumančić, 0067539205**

**Mentor: Doc. dr. sc. Martina Solenički**

**Zagreb, rujan 2020.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat mog 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 rada, 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.

Dumancić

(vlastoručni potpis studenta)

Zagreb, 25.09.2020.

(mjesto i datum)

## STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

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

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

Dumancić

(personal signature of the student)

Zagreb, 25.09.2020.

(place and date)

## SAŽETAK

Financijska liberalizacija proces je koji se javlja od 1980-ih godina, a karakteriziraju ga deregulacija bankovnih sustava, tržišta kapitala te općenito financijskih sustava te otvaranje kapitalnih računa zemalja. Proces financijske liberalizacije imao je značajne učinke na zemlje diljem svijeta, a posebno je utjecao na zemlje u razvoju. Zemlje u razvoju obilježava niski ili srednji dohodak, a s ekonomskog aspekta predstavljaju veliki investicijski potencijal zbog nepotpune iskorištenosti resursa te postojanja prostora za ulaganje. Proces financijske liberalizacije u zemljama u razvoju najviše se ogledao u znatnim kapitalnim priljevima u obliku izravnih stranih ulaganja, zatim u ulasku stranih banaka u domaće financijske sustave, u razvoju tržišta kapitala te u otvaranju kapitalnih računa što je kumuliralo značajne dugove. Iako je procesom financijske deregulacije mnogim zemljama omogućena implementacija suvremenih financijskih proizvoda i usluga te povećan obujam trgovanja na tržištu kapitala, ona je na zemlje ostavila i svojevrzne posljedice. Zbog ulaska stranih banaka i istiskivanja domaćih banaka iz nacionalnih sustava, javila se ranjivost bankovnog sustava s kojom, zbog neiskustva, zemlje u razvoju nisu mogle upravljati. Također, u ovim zemljama došlo je i do stvaranja balona cijena imovine te špekulativnog kretanja kapitala što je u velikoj mjeri destabiliziralo zemlje u razvoju te izazvalo brojne poremećaje u njihovim financijskim i ekonomskim sustavima.

**Ključne riječi:** financijska liberalizacija, deregulacija financijskog sustava, zemlje u razvoju, Republika Hrvatska

## **ABSTRACT**

The process of financial liberalization started in the 1980s and was characterized by deregulation of banking systems, capital markets and financial system deregulation in general followed by opening countries' capital accounts. The very process of financial liberalization has had significant effects on countries all over the world, but has particularly affected developing countries. Developing countries, or emerging markets, are low or medium income countries with great investment potential due to unused resources that they own. The process of financial liberalization was mostly reflected in significant capital inflows in the form of foreign direct investment, in the presence of foreign banks in the domestic financial systems and in opening capital accounts which led to accumulating significant debts. Although financial deregulation has enabled many countries to implement modern financial products and services it also had some negative consequences for the countries. Due to the entry of foreign banks and the ousting of domestic banks from national systems, developing countries were forced to manage vulnerability of banking system which they couldn't due to lack of their experience. Furthermore, developing countries had faced a lot of other difficulties, such as asset price bubbles and speculative capital movements which greatly destabilized emerging markets and caused numerous problems in their financial and economic systems.

**Key words:** financial liberalization, financial system deregulation, developing countries, Croatia

## Sadržaj

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
1.1. Predmet i cilj rada .....	1
1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka .....	1
1.3. Struktura rada .....	1
<b>2. TEORIJSKI OKVIR FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE .....</b>	<b>3</b>
2.1. Pojmovno određenje financijske liberalizacije .....	3
2.2. Povijesni tijek financijske liberalizacije .....	7
2.3. Pokretači globalne financijske liberalizacije .....	10
<b>3. POZITIVNI UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU .....</b>	<b>12</b>
3.1. Učinci financijske liberalizacije na izravna strana ulaganja .....	12
3.2. Učinci financijske liberalizacije na financijsku uključenost .....	19
3.3. Doprinos financijske liberalizacije razvoju financijske tehnologije .....	22
3.4. Ostali pozitivni učinci financijske liberalizacije na zemlje u razvoju .....	24
<b>4. NEGATIVNI UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU .....</b>	<b>26</b>
4.1. Deregulacija financijskog sustava kao rezultat financijske liberalizacije .....	27
4.2. Ranjivost bankovnog sustava kao posljedica financijske liberalizacije .....	31
4.3. Učinci financijske liberalizacije na pojavu balona cijena imovine .....	34
4.4. Špekulativno kretanje kapitala kao posljedica financijske liberalizacije .....	36
4.5. Ostali negativni učinci financijske liberalizacije .....	39
<b>5. UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE U REPUBLICI HRVATSKOJ .....</b>	<b>41</b>
5.1. Pozitivni učinci financijske liberalizacije u Hrvatskoj .....	42
5.2. Negativni učinci financijske liberalizacije u Hrvatskoj .....	47
5.3. Komparativna analiza učinaka financijske liberalizacije u Hrvatskoj i izabranim zemljama u razvoju .....	51
<b>6. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>56</b>
<b>POPIS LITERATURE.....</b>	<b>58</b>
<b>POPIS GRAFIKONA.....</b>	<b>63</b>
<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>64</b>
<b>POPIS TABLICA .....</b>	<b>64</b>
<b>ŽIVOTOPIS AUTORICE .....</b>	<b>65</b>

## **1. UVOD**

### **1.1. Predmet i cilj rada**

Predmet istraživanja ovog diplomskog rada je utjecaj financijske liberalizacije na financijske sustave zemalja u razvoju. Financijska liberalizacija proces je koji se počeo odvijati 1980-ih te je značajno utjecao na zemlje diljem svijeta, a poseban utjecaj može se vidjeti u financijskim sustavima zemalja u razvoju. Brojni financijski i ekonomski analitičari posljednjih godina pokušavaju utvrditi izravne i neizravne utjecaje financijske liberalizacije i deregulacije na sustave zemalja u razvoju te na njihov ekonomski razvoj.

Ciljevi ovog rada su identificirati pozitivne i negativne učinke financijske liberalizacije s posebnim osvrtom na zemlje u razvoju, analizirati i kritički sagledati pozitivne i negativne učinke koje je financijska liberalizacija imala na zemlje u razvoju te utvrditi efekte financijske liberalizacije na Hrvatsku kao i istražiti njene potencijalne daljnje učinke.

### **1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka**

U ovom radu korišteni su sekundarni izvori podataka koji obuhvaćaju knjige, znanstvene i stručne radove, internetske stranice relevantnih institucija te međunarodne statističke baze podataka. Znanstveno-istraživačke metode koje su korištene u radu su metoda analize, metoda sinteze, metoda komparacije, metoda konkretizacije, metoda deskripcije te metoda klasifikacije.

### **1.3. Struktura rada**

Rad se sastoji od uvodnog dijela, četiri povezane cjeline te zaključka. Nakon uvoda, u drugom dijelu rada prikazan je teoretski okvir financijske liberalizacije te njezin povijesni tijek, kao i njezini glavni pokretači. U trećem dijelu rada analiziraju se pozitivni učinci procesa financijske liberalizacije na zemlje u razvoju, dok su u četvrtom dijelu obrađeni negativni učinci. U petom dijelu prikazani su učinci liberalizacije financijskog sustava



Republike Hrvatske te je dana komparativna analiza učinaka financijske liberalizacije na Hrvatsku u usporedbi s izabranim zemljama u razvoju. U zaključku rada iznose se najbitnije spoznaje o analiziranim učincima financijske liberalizacije na zemlje u razvoju.

## **2. TEORIJSKI OKVIR FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE**

Razvoj procesa globalizacije može se smatrati pokretačem postojanja i razvoja financijske liberalizacije. Globalizacija kao pojava utjecala je na veću i bržu dostupnost informacija, međunarodnu poslovnu povezanost te na ukidanje barijera s različitih aspekata pa tako i s aspekta financijskih sustava. Ublažavanje i potpuno nestajanje pojedinih ograničenja u trgovanju svjetskom robom bile su naznake razvoja globalizacije. Slično tome, financijska liberalizacija također počiva na određenim procesima ublažavanja i pomicanja postojećih granica u svijetu financija. Financijska liberalizacija, odnosno proces ukidanja različitih ograničenja na tržištima kapitala, u bankovnom sektoru, sektoru osiguranja te općenita veća dostupnost kapitala u financijskim sustavima diljem svijeta pojava je koja se počela aktivno javljati i razvijati 1980-ih i 1990-ih godina. Procesom financijske liberalizacije oslobađaju se tokovi kapitala između zemalja pa se samim time i olakšavaju međunarodne investicije, priljevi i odljevi kapitala iz jedne zemlje u drugu te se ublažavaju regulatorne restrikcije.

### **2.1. Pojmovno određenje financijske liberalizacije**

Financijsku liberalizaciju može se promatrati kao pojavu koja, uz ukidanje mnogih barijera u financijskim sustavima, otvara put razmjeni informacija, slobodnijim tokovima kapitala te čini pretpostavku ekonomskog razvoja pojedine zemlje. Ona se također odnosi i na pomicanje granica u bankovnom sustavu u smislu slobodnijeg određivanja kamatnih stopa te privatizacije i denacionalizacije banaka. Doprinos financijske liberalizacije očituje se i u olakšanom procesu investiranja i dostupnosti svjetskim tržištima kapitala. Budući da globalizacija kao zaseban proces predstavlja upravo razvoj povezanosti između zemalja u smislu većeg i bržeg protoka proizvoda, usluga, roba, ljudi i informacija, ona se može smatrati pojavom koja je postavila temelje za nastanak i razvoj financijske liberalizacije. Ako se globalizacija promatra s ekonomskog stajališta, ona je pridonijela razvoju ekonomija mnogih zemalja te prijenosu financijskih trendova diljem svijeta. Brži protok kapitala, lakše širenje informacija te mogućnosti uvođenja različitih noviteta u svijetu financijskih proizvoda mogu se smatrati dijelom financijske globalizacije. Razvojem i napretkom financijske globalizacije uočile su se mnoge prednosti u popuštanju regulatornih zahtjeva u financijskim

sustavima diljem svijeta te je sukladno toj činjenici potaknut razvoj i nastanak pojma financijska liberalizacija.

Prema Kaminsky i Schmukler (2003.) financijska liberalizacija pretpostavlja deregulaciju i liberalizaciju kapitalnih tokova i kapitalnog računa, domaćeg financijskog sektora te tržišta dionica. Autori navode kako je pri financijski liberaliziranom kapitalnom računu, bankama i poduzećima dozvoljeno međunarodno zaduživanje bez obavještanja nadležnih institucija, a ukoliko postoji obveza obavještanja istih ili obveza traženja dozvole, ona se dobiva gotovo automatski. Nadalje, nacionalni financijski sustav koji je u potpunosti liberaliziran okarakteriziran je manjkom kontrole nad kamatnim stopama na zaduživanje te nad samim zaduživanjem te podrazumijeva nepostojanje granica u zaduživanju u pogledu postojanja kreditnih restrikcija za pojedine sektore. Kaminsky i Schmukler (2003.) također ističu potpunu slobodu tržišta kapitala što podrazumijeva da strani investitori nemaju ograničenja i restrikcije na udjele u domaćem kapitalu. Prema njima, potpuna financijska liberalizacija u određenoj zemlji prisutna je kada su financijski liberalizirana barem dva od tri navedena sektora i kada je treći sektor djelomično liberaliziran. Također, pojedina zemlja je djelomično financijski liberalizirana kada su minimalno dva od tri sektora djelomično liberalizirana.

Prasad, Rogoff, Wei i Kose (2003.) promatraju financijsku liberalizaciju tržišta dionica i nacionalnog financijskog sektora kroz financijsku integraciju te ističu pozitivnu korelaciju između ova dva pojma. Financijska integracija siromašnih zemalja, s aspekta privlačenja stranog kapitala u zemlju kroz niže kamatne stope na zaduživanje, rezultira višom razinom investicija u tu zemlju zbog jeftinijeg zaduživanja i viših očekivanih prinosa što ima pozitivan učinak na takvu ekonomiju i daje joj perspektivu za daljnji razvoj. Također, smatraju kako je financijska liberalizacija kanal kojim se može poboljšati regulacija nacionalnog financijskog sektora zbog slobodnog prijenosa znanja i vještina iz financijskih sustava stranih zemalja.

Ivanov (2011., str. 2) ističe kako je fenomen financijske liberalizacije vezan uz promjene u zakonskoj regulativi i financijskoj praksi u smislu veće otvorenosti zemlje prema međunarodnim tokovima novca i kapitala, a procesi deregulacije imaju za cilj povećati efikasnost i slobodno djelovanje financijskog tržišta.

Važnost financijske liberalizacije za zemlje počiva na neovisnosti središnje banke u donošenju odluka i provođenju monetarne politike, slobodnom formiranju kamatnjaka i uvođenju financijskih inovacija u financijski sustav. Slobodan tok eksternih izvora kapitala u različitim oblicima također tvori pretpostavku za liberalizaciju financijskog sustava. (Ghosh, 2005, str. 1)

Mjere koje su usmjerene na ublažavanje regulatornih zahtjeva i zahtjeva za kontrolom institucionalnog okvira financijskog sustava, instrumenata, aktivnosti i sudionika na financijskim tržištima predstavljaju smisao financijske liberalizacije, ističe Chandrasekhar (2004., str. 29.). Shodno tome, za ostvarivanje liberaliziranog financijskog sustava važno je staviti naglasak na kompletnu reorganizaciju uloge regulatora financijskog sektora, a ne samo na njezine pojedine dijelove. Stoga, Chandrasekhar (2004., str. 30) smatra kako deregulacija mora biti usmjerena na ukidanje kapitalnih ograničenja i na veću dostupnost stranog kapitala sudionicima nacionalnog financijskog sustava te na ukidanje ograničenja ulaska stranih financijskih subjekata u domaći financijski sustav i ublažavanje kontrola nad njima. U tom kontekstu, Chandrasekhar navodi četiri aspekta financijske liberalizacije. Prvi aspekt uključuje značajno smanjenje i ublažavanje državnih intervencija vezanih za određivanje kamatnih stopa i alokaciju kredita. Sljedeći aspekt financijske liberalizacije odnosi se na poticanje razvoja konkurencije u financijskom sustavu promjenom strukture financijskog sektora uz olakšavanje uvjeta ulaska i povećanje autonomije stranih financijskih subjekata, kao i jednostavniju mobilizaciju sredstava. Treći aspekt obuhvaća manje intervencionističku regulaciju u svrhu povećanja transparentnosti poslovanja pojedinih financijskih institucija te unapređenja računovodstvenih praksi istih. Zaključno, posljednji aspekt financijske liberalizacije podrazumijeva općenito povećanje stupnja otvorenosti zemlje, odnosno jednostavnost kojom rezidenti mogu steći imovinu i obveze denominirane u stranim valutama te pružanje prilike nerezidentima za sudjelovanje na domaćem financijskom tržištu. Slijedom navedenog, Chandrasekhar razlikuje dvije vrste financijske liberalizacije, internu i eksternu financijsku liberalizaciju.

Interna financijska liberalizacija proces je koji uključuje različite stupnjeve sljedećih mjera:

- Smanjenje ili ukidanje kontrola nad kamatnim stopama ili stopama povrata od strane financijskih subjekata, uzimajući u obzir da središnja banka ne gubi potpuni utjecaj

nad kretanjem kamatnih stopa zbog provođenja operacija na otvorenom tržištu i upravljanja diskontnom stopom. Međutim, ova mjera zagovara ukidanje gornjih granica kamatnjaka radi poticanja konkurencije na financijskim tržištima.

- Povlačenje države iz upravljanja razvojem banaka i smanjivanje vlasništva države nad bankama kako bi se izbjeglo alociranje plasmana u projekte od državnog interesa ili izravna alokacija sredstava u državno prioritetne sektore poput državnih proizvođača, poljoprivrede ili drugih sličnih neefikasnih projekata.
- Ublažavanje uvjeta potrebnih za sudjelovanje poduzeća i individualnih investitora na tržištu dionica potpunim ukidanjem ili smanjivanjem uvjeta za uvrštenje na burzu, pružanjem slobode u određivanju cijena te pružanje veće slobode posrednicima i brokerima.
- „Razbijanje regulatornog zida“ između bankarskih i nebankarskih aktivnosti u svrhu povezivanja komercijalnog bankarstva, investicijskog bankarstva, poslova osiguranja i sličnih financijskih segmenata čija se suradnja tradicionalno smatra sukobom interesa.
- Razvijanje veće važnosti tržišta kapitala kako banke ne bi bile glavni nositelj većine rizika kreditiranja novčano deficitarnih subjekata (Chandrasekhar, 2004).

Zaključno, interna financijska liberalizacija obuhvaća općenitu deregulaciju i zagovara veću slobodu sudionika koji se pojavljuju na financijskim tržištima, a ponajviše je usmjerena na poslovne banke i tržište dionica. Ona također podrazumijeva kako u liberaliziranom financijskom sustavu nema mjesta državnom intervencionizmu, već upućuje na potrebu za autonomijom i neovisnošću sudionika financijskih tržišta zbog postizanja konkurentnosti i ravnopravnosti. Neke od glavnih značajki na kojima počiva interna financijska liberalizacija odnose se upravo na ublažavanje ili ukidanje postojećih ograničenja unutar nacionalnih financijskih sustava kako bi se lakšim protokom i većom dostupnošću kapitala financijski sustav te zemlje što brže razvio te kako bi se jasno napravio odmak od tradicionalnog, zatvorenog i strogo reguliranog načina funkcioniranja mnogih financijskih sustava.

Eksterna financijska liberalizacija predstavlja razvojni put koji počiva na pretpostavkama liberalizacije kapitalnog računa bilance plaćanja pojedine zemlje i slobode međunarodnih transakcija s naglaskom na neposrednost transakcija rezidenata s inozemstvom i

nerezidenata s tuzemstvom, a odnosi se i na poslovne subjekte i na pojedince. Mjere na kojima se temelji eksterna financijska liberalizacija su:

- Mjere koje omogućavaju nerezidentima posjed domaće financijske imovine i u obliku vlasničkog udjela i u dužničkoj formi. Ove mjere mogu biti povezane s većom slobodom domaćih poduzeća pri inozemnom zaduživanju, često bez ili s vrlo malo nadzora od strane regulatornih institucija. Ulazak novih financijskih subjekata u domaći financijski sustav također je jedan od temeljnih faktora uz obvezu ispunjenja postojećih normi kapitalnih ulaganja. Prihvatanje novih, inozemnih financijskih institucija ne mora nužno voditi povećanju konkurencije, već može biti i pokretač procesa konsolidacije uslijed slobode stjecanja domaćih poduzeća.
- Mjere koje pružaju slobodu rezidentima da ulažu u stranu imovinu čime se radi korak bliže financijskoj liberalizaciji budući da olakšava rezidentima da slobodno raspoložu svojim kapitalom i za vrijeme kriznih razdoblja te im daje opciju da ga ne zadrže u zemlji (Chandrasekhar, 2004).

Sloboda kretanja i razmjene kapitala između rezidenata i nerezidenata predstavlja temelj eksterne financijske liberalizacije i time ne ograničava zemlju i razvoj njezina financijskog sustava isključivo na potencijal koji joj je pružen u domaćem okruženju, već joj pruža i priliku da iskoristi inozemne suficitarne jedinice. Prema Ivanov (2011., str. 1.-4.) eksterna financijska liberalizacija omogućuje postojanje uvezenog intervencionizma jer uvezeni kapital određuje dinamiku i putove razvoja gospodarstva zemlje primatelja kapitala. Ona je posljedica ukidanja carinskih i necarinskih barijera međunarodnih tokova roba i usluga te postojanja neravnoteže na tekućem računu bilance plaćanja. Sami proces eksterne financijske liberalizacije za posljedicu ima rast vanjskog duga vezan uz legalizaciju zaduživanja domaćih subjekata na inozemnim financijskim tržištima.

## **2.2. Povijesni tijek financijske liberalizacije**

Svojevrsni početak procesa globalne financijske liberalizacije čine postupna ublažavanja regulatornih zahtjeva i različitih kontrola pri međunarodnim tokovima kapitala i novca. Stvaranje viškova likvidnosti prouzročeno rastom cijena nafte 1970-ih godina doveli su do rasta prihoda izvoznika nafte. Izvoznici su viškove likvidnosti nastale neočekivanom zaradom

deponirali u poslovne banke i na taj način stvorili svojevrsan preduvjet za alokaciju sredstava banaka u plasmane poput kredita ili investicija. Kako bi se ta sredstva što efikasnije plasirala, suficitarnim jedinicama nije bilo dovoljno ograničiti se isključivo na domaća tržišta, već su priliku uvidjeli i na inozemnim tržištima kapitala gdje su svoja sredstva mogli uložiti uz više očekivane povrate. Slom Bretton-Woods sustava 1970-ih godina i prelazak s režima fiksnog deviznog tečaja na režime fleksibilnog deviznog tečaja također upućuju na veću slobodu kretanja deviznih tečajeva te daju priliku tržišnim čimbenicima ispred državnog intervencionizma.

Pojava, odnosno kretanje prema liberaliziranju financijskih sustava često se veže i uz pojam financijske represije koju su McKinnon i Shaw (1973) definirali kroz šest dimenzija koje upućuju na izraženo postojanje državnog intervencionizma kao prepreke tržišnoj slobodi. Prva dimenzija odnosi se na državno određivanje korisnika kredita, odnosno najčešće na plasman kredita segmentima od državnog interesa. Određivanje kamatnih stopa od strane države predstavlja drugu dimenziju financijske represije, a treću dimenziju karakterizira stroga kontrola ulaska novih financijskih institucija u financijski sustav pojedine zemlje. Četvrta dimenzija odnosi se na uplitanje države u poslovanje banaka i odluke vezane za zaposlenike banke i plaće koje se isplaćuju zaposlenicima. Državno vlasništvo nad financijskim institucijama predstavlja petu dimenziju financijske represije, a šestu dimenziju obilježavaju državna uplitanja u odluke vezane za međunarodno zaduživanje i određivanja uvjeta međunarodnog zaduživanja. McKinnon i Shaw (1973.) definirali su financijsku represiju potpunom suprotnosti financijskoj liberalizaciji i predstavili su je kao značajan problem i kočnicu svim zemljama u kojima su sve ili samo neke od navedenih šest dimenzija financijske represije bile prisutne. 1980-ih i 1990-ih godina zemlje su počele popuštati s različitim mjerama državnih intervencija i počele su se okretati tržišnim mehanizmima. Jedna od naznaka liberalizacije financijskih sustava bila je privatizacija državnih poduzeća i financijskih institucija u državnom, ali i domaćem vlasništvu. Postepeni ulazak stranih poduzeća u financijske sustave zemalja u razvoju, ali i već razvijenih zemalja, donio je mnoštvo financijskih inovacija, oslobodio je prostor za napredak i razvoj financijskog sustava, ali neizbježno je pridonio i njegovoj deregulaciji.

Nakon pada Berlinskog zida započet je proces tranzicije bivših socijalističkih/komunističkih država, a u okviru kojega je prelazak na tržišnu ekonomiju uključio i provođenje interne financijske liberalizacije te postupno ukidanje restrikcija međugraničnog priljeva i odljeva novca i kapitala. Tome su tijekom 1990-ih godina pridonosili savjeti i zahtjevi MMF-a, Svjetske banke, EBRD-a, WTO-a i drugih međunarodnih institucija koje su se direktno ili indirektno uključile u odvijanje procesa tranzicije i restrukturiranja ili je bila zatražena njihova pomoć u rješavanju neravnoteže u bilanci plaćanja i provedbi stabilizacijskih programa. (Ivanov, 2011., str. 4)

Početak 2000-ih godina, veliki broj zemalja već je otvorio kapitalne račune, mnoga državna poduzeća su se privatizirala, a broj izravnih inozemnih investicija također je porastao. Razvijene zemlje imale su uglavnom potpuno liberalizirane financijske sustave. Zemlje u razvoju odmaknule su se od tradicionalnih sustava te su isto u određenoj mjeri liberalizirale svoje financijske sustave na način da su dozvolile ulazak stranih financijskih institucija, prihvale su njihovu poslovnu politiku, počele su nuditi inovativne financijske instrumente na tržištu te su liberalizirale tržišta kapitala. Na tržištu kapitala razvila se sekuritizacija vrijednosnica te je došlo do pojave različitih financijskih izvedenica, kao i njihova daljnjeg razvoja. Globalna financijska liberalizacija dostizala je svoj vrhunac u razdoblju između 2000. godine i 2010. godine kada su se financijske izvedenice proširile financijskim sustavima diljem svijeta. U tom razdoblju sekuritizacija je od nepoznatog pojma postala vrlo uobičajen proces te se koristila u mnogim zemljama. 2008. godine bankrotom Lehman Brothersa i slomom tržišta nekretnina u Americi dotadašnji fenomen globalne financijske liberalizacije dobio je negativnu konotaciju. Smatralo se kako su upravo zbog slobode kapitalnih i novčanih tokova mnoge zemlje bile pogođene recesijom i financijskom krizom koja je uslijedila. Prelijevanje negativnih efekata zadesilo je vrlo brzo kako zemlje u razvoju tako i razvijene zemlje. Deregulacija i smanjeni kontrolni zahtjevi postali su problem i javila se potreba za reregulacijom financijskih sustava u svrhu sprječavanja ponavljanja ovakvog kriznog scenarija. Godine koje su uslijedile nakon globalne financijske krize okarakterizirane su postavljanjem novih, strožih regulatornih zahtjeva i uspostavljanjem različitih regulatornih tijela nadležnih za pojedine financijske sektore i financijske institucije.



### 2.3. Pokretači globalne financijske liberalizacije

Kada se nakon sloma Bretton Woods sustava većina zemalja odlučila za režim fleksibilnog deviznog tečaja, pojavila se jedna od prvih naznaka odmicanja od striktnih državnih kontrola. Ublažila su se različita ograničenja međunarodnih tokova kapitala, a slobodniji protok novca i kapitala imao je značajan doprinos liberalizaciji financijskog sustava u cjelini. Ukidanjem ograničenja i ublažavanjem kontrola vezanih za prekogranični tok kapitala, otvorio se put inozemnim investicijama u zemlju i zemlje više nisu bile ovisne isključivo o uvjetima financiranja u domaćem financijskom sustavu. Sloboda odabira kreditora, odnosno investitora te sloboda izbora investicijskog projekta od strane ulagača zasigurno su jedan od glavnih pokretača globalne financijske liberalizacije. Zemljama u razvoju, ali i razvijenim zemljama izrazito je pogodovala prilika za snažnom ekspanzijom i rastom, odnosno razvijanjem financijskog sustava zbog prednosti koje je taj razvoj imao za samu zemlju. Pogodnosti jednostavnijeg i bržeg prijenosa informacija između financijskih institucija, uvođenje financijskih inovacija i reorganizacija financijskih sustava „preslikavanjem“ stranih sustava predstavljaju drugi važan pokretač fenomena financijske liberalizacije. Na ovaj način mnoge su zemlje u razvoju mogle relativno brzo unaprijediti i modernizirati financijske institucije u zemlji jednostavnim uvođenjem i prilagođavanjem načinu poslovanja koji se primjenjuje u inozemstvu. Shodno tome, kada se govori o eksternoj financijskoj liberalizaciji, mnogim državama je ovaj proces znatno pridonio zbog liberalizacije transakcija po kapitalnom računu bilance plaćanja. Na ovaj način su zemlje dobile pristup eksternim izvorima financiranja što je povećalo mogućnost i sposobnost razvoja nacionalnih financijskih sustava.

Događaj koji je zasigurno obilježio i usmjerio razvoj financijske liberalizacije u zemljama u razvoju (te se može smatrati njezinim pokretačem) bila je konferencija organizirana od strane Instituta za međunarodnu ekonomiju (Institute for International Economics) u Washingtonu DC. Tema ove konferencije bila je rješavanje problema dužničke krize u Latinskoj Americi, a brojni ekonomisti bili su pozvani na sudjelovanje i predlaganje rješenja za postojeći problem. Ekonomist John Williamson tako je u sklopu svojih prijedloga iznio deset reformi kojima bi zemlje Latinske Amerike mogle privući strani kapital u regije iz kojih se kapital povukao tijekom krize. Reforme koje je Williamson predložio odnose se na:

fiskalnu disciplinu, preusmjeravanje javnih rashoda, poreznu reformu, liberalizaciju kamatnih stopa, konkurentski tečaj, liberalizaciju trgovine i inozemnih investicija, privatizaciju, deregulaciju i vlasnička prava. Detaljna razrada ovih reformi obilježena je kontekstom liberalizacije financijskog sustava, a obuhvaćena je pod pojmom Washingtonski konsenzus. Iako je cilj ove konferencije bio usmjeren na pomoć zemljama Latinske Amerike, deset navedenih pravila ubrzo su se globalno proširila kao pravila za put prema globalizaciji i financijskoj liberalizaciji svih zemalja u razvoju. Budući da su mnoge zemlje u razvoju prihvatile dio reformi na kojima se Washingtonski konsenzus temelji, on se također može smatrati jednim od pokretača globalne financijske liberalizacije 1990-ih godina (Kesner-Škreb, 2004, str. 251-254).

Razvoj tehnologije i početak njezine primjene u svijetu financija također predstavlja jedan od značajnih pokretača financijske liberalizacije. Financijska tehnologija poslužila je kao alat za automatizaciju mnogih transakcija, ali i za automatizaciju velikog broja poslovnih procesa. Razvojem različitih algoritama i metoda za procjenu rizika, društvima za osiguranje otvorio se put ka širenju kruga korisnika budući da su imali mogućnost brže i sigurnije procjene rizika. Tržišta kapitala, odnosno tržišta dionica, obveznica i financijskih izvedenica vjerojatno su jedan od segmenata kojem je financijska tehnologija najviše pridonijela. Ubrzavanje procesa trgovanja, uspostavljanje algoritama za slanje tržišnih signala prilikom pada ili rasta cijena pojedine vrijednosnice ili valute te još čitav niz pogodnosti popularizirali su tržišta kapitala i približili ih i investitorima kao pojedincima. Razvoj tehnologije nije pridonio isključivo svakoj financijskoj instituciji na pojedinačnoj razini, već je imao značajan efekt na razvoj suradnje i međuodnosa između različitih institucija pojedinog nacionalnog financijskog sustava. Brzina prijenosa informacija i razvoj zajedničkih baza podataka kojima više institucija istovremeno ima pristup dovele su do razvoja i stvaranja financijskih konglomerata koji su se pojedinačno specijalizirali za različite financijske usluge, međutim svi su spadali pod istu, krovnu instituciju.

### **3. POZITIVNI UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU**

Proces financijske liberalizacije nosi niz prednosti za zemlje u razvoju i njihov gospodarski napredak. Smanjivanje financijske represije u financijskim sustavima zemalja u razvoju otvorilo je put ulasku stranih financijskih institucija u nacionalni financijski sustav čime se potaknula modernizacija i informatizacija samog sustava. Otvaranjem nacionalnih ekonomija u ovome smislu, povećao se i broj financijskih posrednika u zemljama u razvoju što je doprinijelo mogućnosti izbora glede financiranja pojedinaca, poduzetnika i ostalih sudionika financijskih tržišta. Razvoj tržišta kapitala, tržišta nekretnina i ostalih aspekata financijskih sustava pružio je mogućnost kućanstvima da sudjeluju u investiranju u financijske proizvode pojedinih tržišta te im je približio tržište nekretnina.

Uz navedene pozitivne faktore interne financijske liberalizacije, postoje i mnogi pozitivni utjecaji eksterne financijske liberalizacije na zemlje u razvoju. Prema Levineu (2001) ublažavanje kontrola investicija međunarodnih portfolio kretanja potiče likvidnost tržišta dionica što dovodi do gospodarskog rasta, veća prisutnost stranih banaka potiče efikasnost domaćeg bankovnog sustava. Otvorenošću same zemlje javlja se veliki broj prilika za ulaganja stranih investitora. Investiranje u zemlje u razvoju od velikog je interesa za investitore zbog značajne neiskorištenosti potencijala koji imaju na području ulaganja u nekretnine, u državna poduzeća (u sklopu procesa privatizacije) te u državne obveznice zbog visokih prinosa koje iste nose budući da zemlje u razvoju nemaju kvalitetan kreditni rejting. Prilika za investiranje u zemlje u razvoju najčešće se javlja na području u kojem ta zemlja još nije u potpunosti razvijena ili u području u kojem postoji pozitivan očekivani povrat na investicije. Neki od brojnih pozitivnih efekata globalne financijske liberalizacije uključuju i porast izravnih stranih ulaganja, povećanje financijske uključenosti te razvoj financijske tehnologije.

#### **3.1. Učinci financijske liberalizacije na izravna strana ulaganja**

Izravna strana ulaganja (Foreign Direct Investment – FDI) predstavljaju jednu od najznačajnijih prednosti financijske globalizacije te su, kao takva, izravna posljedica globalne

financijske liberalizacije. Kreatori politike zemalja u razvoju izravna strana ulaganja smatraju alatom za financiranje razvoja zemlje, rast produktivnosti te prilikom za uvoz novih tehnologija (Arbatli, 2011., str. 3).

Izravna strana ulaganja obuhvaćaju investicijske aktivnosti poduzeća izvan granica zemlje u kojoj se nalazi sjedište kompanije i u kojoj se donose ključne odluke, a u većini se slučajeva radi o investicijama u proizvodne pogone ili podružnice koje kontroliraju poduzeća sa sjedištem u nekoj drugoj zemlji. Izlazak nekog poduzeća na strana tržišta putem zajedničkih ulaganja ili osnivanje vlastitog poduzeća u inozemstvu, tretira se kao izravna strana ulaganja. Razlikuju se horizontalna i vertikalna izravna strana ulaganja, ovisno o motivima za investiranje. Horizontalna izravna strana ulaganja poduzeće poduzima radi širenja svoje osnovne djelatnosti, tj. osvajanja inozemnog tržišta. Vertikalna su izravna strana ulaganja motivirana nižim troškovima proizvodnje u zemlji ulaganja, dakle tu je riječ o ulaganjima u nove djelatnosti koje dopunjuju i zaokružuju osnovnu djelatnost izravnog investitora (Sisek, 2005., str. 90-91, prema Hill, 2003., str. 212-220).

Zemlje u razvoju po mnogim karakteristikama bitno se razlikuju od nerazvijenih i od razvijenih zemalja. Neke od karakteristika zemalja u razvoju su niska razina BDP-a per capita, visoke stope nezaposlenosti, ovisnost o izvozu pojedine robe, niske razine ljudskog kapitala te oslanjanje gospodarstva na agrikulturu, ali i niska razina indeksa ljudskog razvoja (eng. Human Development Index, kratica HDI). Zemlje u razvoju najčešće posjeduju vrlo velik potencijal u pojedinim sektorima te imaju značajan prostor za napredak i razvoj nacionalnog gospodarstva, no u financijski su inferiornijoj situaciji koja predstavlja kočnicu njihovom potencijalnom napretku. Nacionalna gospodarstva zemalja u razvoju nisu u poziciji kvalitetno alocirati viškove financijskih sredstava od novčano suficitarnih do novčano deficitarnih jedinica zbog nepostojanja potrebnih financijskih institucija u nacionalnom financijskom sustavu. Ovaj problem dovodi do zastoja u gospodarskom rastu zemalja u razvoju te do nemogućnosti financiranja poduzeća i različitih investicijskih projekata, ali i potreba sektora kućanstva. Upravo iz tog razloga zemlje u razvoju često nemaju pristup različitim financijskim proizvodima i financijskim inovacijama kojima bi se alternativne mogućnosti financiranja približile kako pojedincima tako i poduzećima.

Otvaranje kapitalnih računa zemalja, kao dio procesa globalne financijske liberalizacije, zemljama u razvoju pružilo je priliku za privlačenje stranog kapitala u obliku izravnih stranih ulaganja. Na ovaj način mnoga poduzeća zemalja u razvoju su privatizirana i te su zemlje doživjele svojevrsnu gospodarsku ekspanziju.

Bilas i Franc (2006., str. 4) ističu kako je opća liberalizacija režima izravnih stranih ulaganja dramatično izmijenila gospodarsko-političku sliku svijeta te kako je donijela drastično smanjenje, gotovo nestanak pojave nacionalizacije. Autorice također navode da su promjene u režimima izravnih stranih ulaganja danas samo dio šire reforme gospodarstva zemalja u razvoju uključujući sve veću deregulaciju, snažnije otvaranje ekonomije vanjskoj trgovini, veći naglasak na razvojnu strategiju i dostizanje međunarodne konkurentnosti.

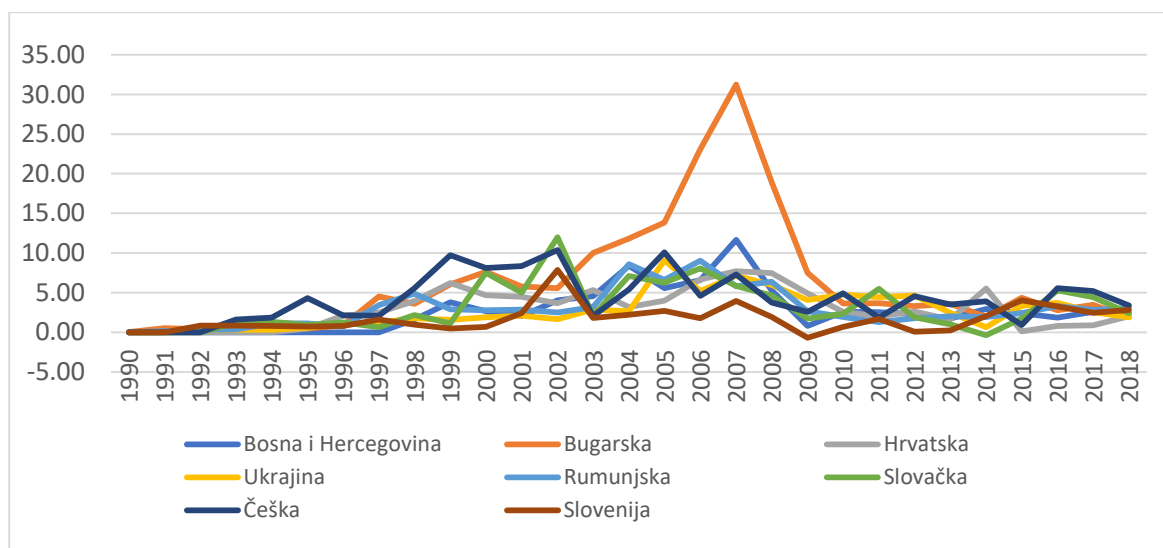
Svaka izravni strani investitor, kao i svaka zemlja u razvoju koja je primatelj izravnih stranih ulaganja ima svoje motive. Motivi koji utječu na investicijske odluke od strane zemlje ponuđača, odnosno davatelja izravnih stranih ulaganja su brojni, poput nominalnog i realnog deviznog tečaja, veličine tržišta i tržišnog potencijala, ljudskog kapitala, poreza, inflacije te ostalih faktora.

Prema Bilas i Franc (2006., str. 4-6) lokacija, dostupnost prirodnih resursa, veličina tržišta, zemljopisni položaj, stanje ekonomije, kulturno i političko okruženje, transportni troškovi i drugi čine neke od motiva davatelja izravnih stranih ulaganja. Autorice također navode kako postoji i skupina motiva davatelja ili ponuđača koja se temelji na teoriji optimizacije portfelja multinacionalne kompanije koja ulaže u drugu zemlju. Prema ovoj teoriji glavni motiv za investiciju je želja vlasnika određenog portfelja za maksimizacijom njegove vrijednosti, odnosno očekivanog prinosa portfelja uz što manji rizik.

Mnoge zemlje u razvoju posjeduju željene karakteristike, odnosno ispunjavaju uvjete investitora upravo zbog neiskorištenosti prirodnih resursa te prostora za razvoj različitih tercijarnih i kvartarnih djelatnosti od kojih su se izravna strana ulaganja najviše usmjerila u financijsku i telekomunikaciju industriju te uslužni sektor.

Prema izvješću UNCTAD-a (2019), u 2018. godini iznos izravnih stranih ulaganja u zemlje u razvoju bio je 706 milijardi američkih dolara, odnosno bio je 75% viši od izravnih stranih ulaganja zemalja u razvoju u druge zemlje. 73% priljeva stranih ulaganja i 96% odljeva izravnih stranih ulaganja odnose se na azijske zemlje u razvoju, dok su zemlje u razvoju u Americi i Africi privukle znatno manje iznose izravnih stranih ulaganja. Zemlje u razvoju zbog svog potencijala primaju gotovo dva puta više izravnih stranih ulaganja nego što ih iniciraju, odnosno pokušaju privući. Kretanje izravnih stranih ulaganja od početka procesa financijske liberalizacije do danas rastućeg je trenda kako u europskim zemljama u razvoju tako i u zemljama u razvoju Latinske Amerike, Azije i Afrike.

Grafikon 1. Izravna strana ulaganja, priljevi (u % BDP-a) izabranih europskih zemalja u razvoju od 1990. do 2018. godine



Izvor: The World Bank, World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> [20. lipnja 2020.]

Na grafikonu 1 prikazano je kretanje izravnih stranih ulaganja u odabranim europskim zemljama u razvoju od 1990. do 2018. godine. Prikazani podaci obuhvaćaju neto iznos izravnih stranih ulaganja u postotku BDP-a, a odnose se na Bugarsku, Bosnu i Hercegovinu, Češku, Hrvatsku, Rumunjsku, Slovačku, Sloveniju te Ukrajinu.

Iz grafikona 1 može se uočiti blagi trend rasta izravnih stranih ulaganja od 1990. do 1995. godine kada Češka odskoče od ostalih zemalja za otprilike 3 postotna boda. Razlog ovom

porastu izravnih stranih ulaganja u Češku upravo je rezultat financijske liberalizacije, točnije slobodnijeg protoka novca i kapitala. U razdoblju od 1990. do 1996. godine Češka je primila znatan iznos izravnih stranih investicija ponajviše zbog njezina geografskog položaja, tj. zbog njezine blizine Njemačkoj i Austriji što joj je, uz dobru prometnu povezanost, pružilo mogućnost povoljnog izvoza dobara prema tržištima zapadnog dijela Europe (Pavlinek, 1998., str. 72).

Od 1996. do 2002. godine izabrane zemlje u razvoju uglavnom bilježe trend rasta uz povremena odstupanja od trenda. U 2002. i 2003. godini dolazi do izražajnog pada izravnih stranih ulaganja u pojedine zemlje (Češka, Slovačka, Slovenija) zbog završetka provođenja različitih programa privatizacije koja se također razvila pod utjecajem globalne financijske liberalizacije.

Krajem 2003. godine dolazi do početka rasta izravnih stranih ulaganja u Bugarsku i ovaj trend se nastavlja sve do 2007. godine kada Bugarska ostvaruje najveći udio izravnih stranih ulaganja od odabranih zemalja, čak 31% bruto domaćeg proizvoda. Najveći udio izravnih stranih ulaganja u Bugarsku odnosi se na financijski sektor, poslovni sektor te maloprodajni sektor. Ovakav značajan priljev stranog kapitala potpomognut je procesom globalne financijske liberalizacije, a motivi investitora bili su skori ulazak Bugarske u Europsku uniju, što je smanjilo mikroekonomske rizike investicija te usvajanje eura kao nacionalne valute. Dodatan razlog ovakvog uspješnog investicijskog rezultata su očekivanja investitora temeljena na makroekonomskoj uspješnosti Bugarske u godinama koje su prethodile izravnim stranim ulaganjima.

Izravna strana ulaganja odabranih europskih zemalja u razvoju nastavljaju se kretati različitim, nestabilnim trendovima do 2016. i 2017. godine kada navedene zemlje bilježe blagi pad izravnih stranih ulaganja.

Azijske zemlje u razvoju razlikuju se po mnogim karakteristikama od europskih zemalja u razvoju. Infrastrukturni razvoj, otvorenost trgovini, ekonomske reforme i velika iskoristivost jeftine radne snage glavne su prednosti azijskih zemalja u razvoju u odnosu na europske zemlje u razvoju. Od sredine 1970-ih godina, uz blaže kapitalne restrikcije, mnoge

multinacionalne kompanije dobile su mogućnost osnovati podružnice svojih kompanija u drugim zemljama. Na taj način globalne kompanije uspjele su optimizirati svoje operativne troškove iskorištavanjem radne snage, odnosno ljudskog kapitala, zemalja u razvoju zbog troškovne efikasnosti. Ovaj trend rezultirao je izravnim stranim ulaganjima u azijske zemlje u razvoju, a investicije su se odnosile na pokretanje različitih proizvodnih pogona, tvornica, skladišta, osnivanje podružnica i ulaganje u već postojeće infrastrukture. Mnogi autori navode kako su upravo pogodna infrastruktura i karakteristike radne snage pridonijele navedenom privlačenju stranog kapitala u azijske zemlje u razvoju. (Mirza, 2000., Listareva, 2017.)

Azijske zemlje u razvoju karakterizira fleksibilnost kada su u pitanju globalne promjene. Ove zemlje izrazito su sklone praćenju globalnih trendova i brzom prilagođavanju promjenama te iskorištavanju vlastitog potencijala do maksimuma. Navedeni razlozi dali su motivaciju inozemnim investitorima da pokrenu procese izravnih stranih ulaganja u azijske zemlje u razvoju te da iskoriste sve troškovne prednosti koje su ove zemlje nudile, ali koje i dalje nude.

Sami proces ekonomskog napretka azijskih zemalja u razvoju stavlja se u kontekst globalizacije ekonomskih aktivnosti i implementacije različitih, novijih ekonomskih politika (Listareva, 2017, str. 73.). Azijske zemlje su prije procesa financijske liberalizacije bilježile slabiji ekonomski napredak nego nakon uvođenja financijskih noviteta u navedene zemlje. Utjecaj financijske liberalizacije i pojava noviteta zahtijevali su i uvođenje novih ekonomskih politika te prilagodbu suvremenim financijskim tržištima.

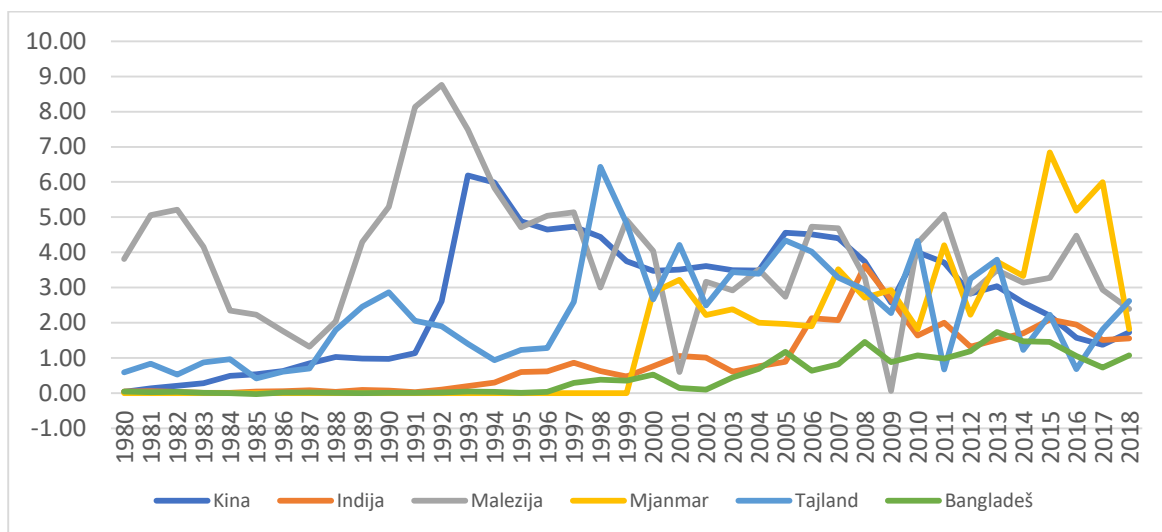
Na grafikonu 2 prikazano je kretanje izravnih stranih ulaganja odabranih azijskih zemalja u razvoju od 1980. godine do 2018. godine. Odabrane zemlje uključuju Bangladeš, Indiju, Kinu, Maleziju, Mjanmar i Tajland. Iz grafikona je vidljiv trend rasta izravnih stranih ulaganja već početkom 1980-ih godina u Kini, Maleziji i Tajlandu.

Izravna strana ulaganja u Maleziju dosežu najvišu razinu izravnih stranih ulaganja od odabranih azijskih zemalja u razvoju, s udjelom od čak 8,76% BDP-a u 1991. i 1992. godini što je statistički znatno utjecalo na gospodarski rast Malezije. Prema Hamood, Pandurengan



i Kalam (2018, str. 1) veličina malezijskog tržišta, stopa inflacije i devizni tečaj pozitivno su korelirani s izravnim stranim ulaganjima u ovu zemlju, dok je infrastruktura varijabla koja nije značajna u modelu. Faktori koji su utjecali na veliki priljev inozemnih izravnih ulaganja u Maleziju 1980-ih godina bili su vladini poticaji za investicije te izrazito niske izvozne naknade i carine te ostali državni nameti vezani za razmjenu dobara.

Grafikon 2. Izravna strana ulaganja, priljevi (u % BDP-a) izabranih azijskih zemalja u razvoju



Izvor: The World Bank, World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> [20. lipnja 2020.]

Visoki priljev izravnih stranih ulaganja doveo je do značajnog rasta BDP-a Malezije što je pozitivan makroekonomski čimbenik koji, s gledišta investitora, nosi nižu premiju rizika na ulaganje u ovu zemlju te djeluje poticajno na investiranje u zemlju.

Kina, zemlja poznata po ekspanziji sektora proizvodnje 1990-ih godina, također se značajno razvila u ekonomskom pogledu zahvaljujući procesu financijske globalizacije te financijske liberalizacije. Kina je 1978. godine pokrenula proces uvođenja strukturnih reformi kojima je potaknula međunarodnu razmjenu i promovirala otvorenost ekonomije te otvorenost u trgovini što je predstavljalo jedan od najvećih pokretača procesa izravnih stranih ulaganja. Mnoge svjetske kompanije su zbog ublažavanja različitih restrikcija odlučile dio svojih proizvodnih pogona preseliti u Kinu. Kina je, kao i Malezija, ali i ostale azijske zemlje u razvoju, 1990-ih godina predstavljala priliku optimizacije troškova zbog povoljne radne

snage i velikog tržišnog potencijala, ali i zbog velikih međunarodnih pričuva što je ulijevalo sigurnost investitorima u slučaju potencijalne recesije. Pogodna geografska lokacija Kine također je pridonijela izravnim stranim ulaganjima zbog blizine ostalih velikih regionalnih tržišta poput Japana i Južne Koreje.

Bangladeš, Mjanmar i Tajland, kao što je vidljivo iz grafikona, nemaju određenu konstantu u izravnim stranim ulaganjima, ali financijskom liberalizacijom i oni odmiču od pojma nerazvijenih zemalja istočne Azije i postaju investicijska prilika. Bangladeš početkom 2000-ih godina dostiže razinu od 1,45% BDP-a u obliku izravnih stranih ulaganja što je za takvu zemlju izrazito visoko. Potencijal u Bangladešu leži najviše u prerađivačkoj i u tekstilnoj industriji koje su privukle mnoge multinacionalne modne kompanije da svoje proizvodne pogone presele upravo u Bangladeš.

Mjanmar je zbog duge povijesti političkih problema i velikih nestabilnosti unutar zemlje na početku procesa financijske liberalizacije bio neprivlačna zemlja. Vlada Mjanmara počela je s pokušajima privlačenja izravnih stranih ulaganja 1998. godine kada je, potaknuta trendom financijske liberalizacije, predstavila zakon o izravnim stranim ulaganjima (Gelb, Calabrese i Tang, 2017.) kojim je u zemlju privukla pozamašan iznos ulaganja te je vrlo brzo dostigla iznos izravnih stranih ulaganja od 2,2% BDP-a.

### **3.2. Učinci financijske liberalizacije na financijsku uključenost**

Financijska uključenost pojam je koji obuhvaća različite aspekte sudjelovanja pojedinaca u financijskom sustavu određene zemlje. Ona podrazumijeva dostupnost bankovnih poslovnica, mogućnost korištenja suvremenih načina plaćanja, financijsku pismenost stanovništva ili pojedinih grupa pojedinaca i jednakost u mogućnosti sudjelovanja u financijskom sustavu pojedine zemlje. Svaka prepreka koja predstavlja nemogućnost kontinuiranog sudjelovanja u financijskom sustavu i korištenja financijskih proizvoda dostupnih u zemlji predstavlja financijsku isključenost. Prepreke koje onemogućavaju pojedincima ili grupama pojedinaca sudjelovanje u financijskom sustavu mogu biti geografska udaljenost od financijskih institucija, financijska nepismenost stanovništva, nerazvijenost nacionalnog financijskog sustava, neposjedovanje potrebnih sredstava za

obavljanje transakcija i mnogi drugi, slični faktori. Financijska isključenost najčešće se veže uz nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju koje karakteriziraju upravo neki od navedenih čimbenika.

Mnoge zemlje u razvoju zahvaljujući financijskoj liberalizaciji i modernizaciji financijskih sustava smanjile su postojanost financijske isključenosti, no ona je i dalje prisutna. Problem zbog kojeg se financijska uključenost ne može u potpunosti realizirati u zemljama u razvoju najčešće je geografska nedostupnost financijskih institucija, odnosno centraliziranost financijskog sustava u glavnim i u velikim gradovima zemalja u razvoju. Ono što također utječe na smanjenu financijsku uključenost u zemljama u razvoju je veliki udio stanovništva treće životne dobi koji zbog financijske nepismenosti, u smislu nemogućnosti praćenja suvremenih financijskih trendova, ne sudjeluje u svim aspektima financijskog sustava. Nadalje, u zemljama u razvoju i dalje postoji odmak od ulaganja na tržištima kapitala i ulaganja u investicijske fondove vezana uz globalnu financijsku krizu pa je za dio financijske isključenosti stanovništva kriva i njihova averzija prema riziku i sudjelovanju u suvremenim aspektima financijskih sustava.

Dostupnost korištenja financijskih usluga znatno može poboljšati financijski menadžment pojedinca i smanjiti neformalne kanale izvora kredita. Financijski sustav sa značajnom financijskom uključenosti također doprinosi ekonomskom blagostanju stanovništva pružajući mogućnosti i prilike za sigurnu štednju zbog širokog spektra ponude financijskih usluga (Sarma i Pais, 2010, str. 613).

Svjetska banka razvila je nekoliko pokazatelja i indeksa kojima se može pratiti i mjeriti financijska uključenost. Ovi pokazatelji uključuju pokazatelje dostupnosti koji prikazuju dostupnost financijskih usluga u ruralnim područjima i barijere sa strane potražnje s kojima se stanovništvo može susresti prilikom pristupa financijskim institucijama. Nadalje, u skupinu pokazatelja također spadaju i pokazatelji upotrebe financijskih usluga i financijskih proizvoda te pokazatelji kvalitete kojima se nastoji prikazati odgovaraju li financijski proizvodi i usluge potrebama potrošača (World bank, 2017).

Global Findex Survey projekt je Svjetske banke kojim se mjeri financijska uključenost i razvoj financijske tehnologije. U formi je izvještaja koji se prvi put objavio 2011. godine i objavljuje svake tri godine i sadrži brojne analize i usporedbe zemalja različitih stupnjeva razvijenosti.

Tablica 1. Udio stanovništva odabranih zemalja u razvoju koji posjeduje račun u financijskoj instituciji

<b>Zemlja</b>	<b>2011.</b>	<b>2014.</b>	<b>2017.</b>
Argentina	33,13%	50,20%	48,71%
Brazil	55,86%	68,12%	70,04%
Bugarska	52,82%	62,99%	72,20%
Indija	35,23%	53,14%	79,88%
Mađarska	72,67%	72,26%	74,94%
Malezija	66,17%	80,67%	85,34%
Meksiko	27,43%	39,14%	36,93%
Rusija	48,18%	67,38%	75,76%
Tajland	72,67%	78,14%	81,59%
Turska	57,60%	56,68%	68,59%

Napomena: Analizirani podaci odnose se na stanovništvo odabranih zemalja u razvoju koje je starije od 15 godina.

Izvor: The World Bank, Global Findex Database (2017), dostupno na:

<https://globalfindex.worldbank.org/>, [20. lipnja 2020.]

U tablici 1 prikazani su podaci o udjelu stanovništva odabranih zemalja u razvoju koji ima otvoren račun u nekoj od financijskih institucija u toj zemlji, a analiza se odnosi na 2011., 2014. i 2017. godinu budući da se izvješće s ovim podacima objavljuje svake tri godine. Uzorak zemalja u razvoju uključuje Argentinu, Brazil, Bugarsku, Indiju, Mađarsku, Maleziju, Meksiko, Rusiju, Tajland i Tursku. Iz prikazanih podataka može se uočiti kako su sve navedene zemlje u razvoju (izuzev Argentine) ostvarile pozitivne efekte globalne financijske

liberalizacije u pogledu napretka financijske uključenosti. U svim analiziranim zemljama (izuzev blagog pada udjela Mađarske u 2014. godini te Meksika u 2017. godini) iz godine u godinu bilježi se porast udjela stanovništva koje posjeduje račun u nekoj od financijskih institucija što pozitivno utječe na ekonomski rast i razvoj zemlje.

Do ovako značajnog porasta financijske uključenosti stanovništva odabranih zemalja u razvoju zasigurno ne bi došlo bez procesa financijske liberalizacije nacionalnih financijskih sustava spomenutih zemalja. Liberalizacijom financijskih sustava u ovim zemljama došlo je do privatizacije banaka i ostalih financijskih institucija u državnom vlasništvu što je otvorilo put ulasku stranih financijskih inovacija u nacionalni sustav. Sljedeći efekt kojim je financijska liberalizacija utjecala na razvoj financijske uključenosti je rast ponude financijskih proizvoda i usluga kao direktna posljedica ulaska stranih financijskih institucija u nacionalne sustave zemalja u razvoju. Širi spektar ponude financijskih proizvoda i usluga pruža potrošačima slobodu izbora ovisno o njihovoj averziji prema riziku.

Pristup financijskim uslugama bitan je faktor rasta zemlje i smanjenja siromaštva u zemlji. Liberalizacija financijskog sektora dobar je način za stimulaciju veće dinamike, inovacija i kompetitivnosti zemalja u razvoju, ali proces sam po sebi nije dovoljan za promociju financijske uključenosti. Iz tog razloga nužna je vladina intervencija u bankovnom sektoru. U mnogim zemljama u razvoju vladini pokušaji povećanja dostupnosti financijskih proizvoda i usluga ogleda se u primjerima postavljanja maksimuma pri određivanju kamatnih stopa, kroz direktno kreditiranje i ciljano namjensko kreditiranje ruralnih područja. (Ellis, 2007, str. 1)

### **3.3. Doprinos financijske liberalizacije razvoju financijske tehnologije**

Financijska tehnologija (eng. Financial Technology - Fintech) pokretač je mnogih promjena u suvremenim financijskim sustavima, a odnosi se na informatizaciju i digitalizaciju tradicionalnih poslovnih procesa unutar institucija financijskih sustava. Puschmann (2017., str. 69) navodi kako je digitizacija ostavila snažan efekt na financijsku industriju, a jedan od glavnih razloga tome je što su financijski proizvodi u potpunosti temeljeni na informacijama.

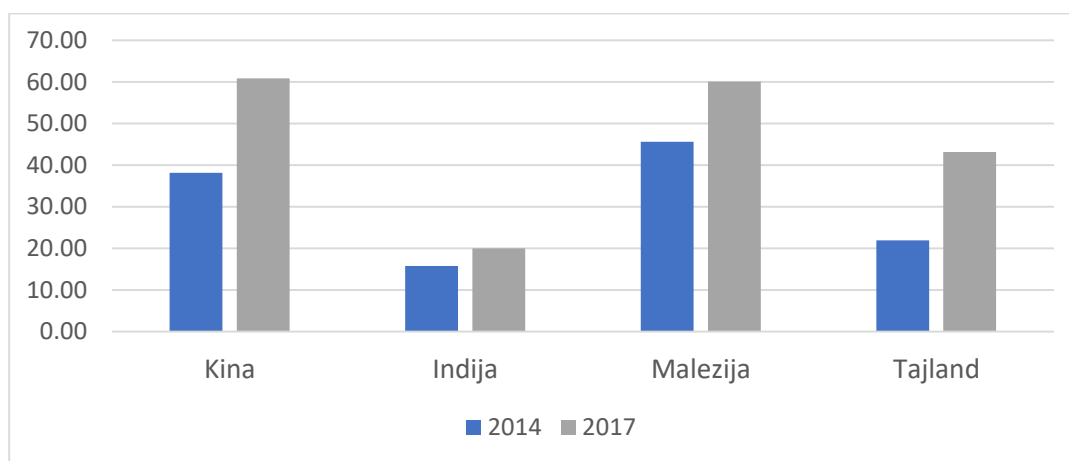
1990-ih godina, u počecima širenja samog procesa financijske liberalizacije, većina zemalja u razvoju i dalje je poslovala s vrlo malim udjelom korištenja financijske tehnologije u ukupnom poslovanju. Poslovni procesi temeljili su se na ručnim zapisima zaposlenika, kao i na pisanom knjigovodstvu i računovodstvu, a razlog tome ponajviše je bila financijska nedostupnost softverskih rješenja i slaba financijska pismenost stanovništva. Financijski proizvodi i usluge koji su se nudili od strane financijske industrije bili su tradicionalni i jednostavni proizvodi koji nisu pružali veliku mogućnost odabira za potrošače te nisu bili prilagođeni željama i potrebama potrošača. Procesom financijske liberalizacije, odnosno ukidanjem brojnih restrikcija i ulaskom stranih financijskih institucija u nacionalne sustave zemalja u razvoju započelo je i uvođenje financijske tehnologije u te zemlje, kao i razvoj različitih baza podataka.

Bankomati koji su se javili 1960-ih godina značajno su unaprijedili i ubrzali proces podizanja gotovog novca s računa korisnika poslovne banke. Internet bankarstvo čija pojava obilježava značajan napredak u financijskoj tehnologiji 1990-ih godina u zemljama u razvoju pojavila se tek 2000-ih godina, a u ponekim zemljama u razvoju čak i nekoliko godina kasnije. Uvođenje financijske tehnologije u sustave zemalja u razvoju uzrokovalo je mnoge promjene u poslovanju financijskih institucija. Većina institucija počela je kreirati baze podataka pomoću kojih su se kreirali korisnički računi i prema njima profili potrošača. Zahvaljujući konstantnim financijskim inovacijama razvili su se brojni algoritmi kojima se olakšalo poslovanje financijskih institucija. Komercijalne banke počele su koristiti algoritme kao pomoć u procjeni rizika prilikom alokacije kredita što je unaprijedilo sustav kontrole rizika. Brokери i trgovci dionicama, obveznicama, valutama i financijskim izvedenicama u velikoj su mjeri iskoristili svaku tehnološku financijsku inovaciju kreirajući signale za kupnju i prodaju relevantne vrijednosnice ili izvedenice, ovisno o trendu kretanja njezine cijene u određenom vremenskom razdoblju. Usvajanjem tehnoloških inovacija mnoge zemlje u razvoju zasigurno su unaprijedile financijsku pismenost i financijsku uključenost stanovništva.

Na grafikonu 3. prikazan je udio stanovništva Kine, Indije, Malezije i Tajlanda koji je u prethodnoj godini platnu transakciju obavio digitalnim putem. Može se uočiti rast postotka stanovništva u sve četiri odabrane zemlje. Razlog ovom rastu nedvojbeno je napredak

financijske tehnologije te njezina veća dostupnost. Financijskom liberalizacijom popustile su razne barijere ulaska stranih financijskih inovacija u nacionalne sustave što je dovelo do rasta udjela financijski inovativnih rješenja u nacionalnim financijskim sustavima.

Grafikon 3. Udio stanovništva izabranih azijskih zemalja u razvoju koji je koristio digitalni oblik plaćanja u prethodnoj godini



\*Napomena: Analizirani podaci odnose se na stanovništvo odabranih azijskih zemalja u razvoju koje je starije od 15 godina

Izvor: The World Bank, Global Findex Database (2017), dostupno na:

<https://globalfindex.worldbank.org/> [22. lipnja 2020.]

Iz grafikona 3 jasno je vidljiv izrazito veliki napredak u korištenju digitalnog oblika plaćanja u Kini koja, u 2017. u odnosu na 2014., bilježi porast od 22 postotna boda te na Tajlandu koji također u ove tri godine bilježi rast od otprilike 22 postotna boda. Indija, kao slabije financijski razvijena zemlja bilježi manji rast, dok Malezija također pokazuje zadovoljavajuće rezultate korištenja digitalnog oblika plaćanja. Temeljem ovog prikaza može se zaključiti kako se financijska tehnologija kvalitetno implementirala u zemlje u razvoju, no kako i dalje postoji određeni prostor za napredak.

### 3.4. Ostali pozitivni učinci financijske liberalizacije na zemlje u razvoju

Činjenica da je globalna financijska liberalizacija pozitivno utjecala na razvoj financijskih sustava zemalja u razvoju zasigurno je nedvojbeno. Mogućnost ulaska stranih financijskih

kompanija u sustave zemalja u razvoju otvorila je put implementaciji suvremenih financijskih trendova u tim zemljama te dovela do modernizacije i aktualizacije njihovih postojećih infrastruktura. Financijskom liberalizacijom stanovništvo mnogih zemalja u razvoju dobilo je mogućnost korištenja financijskih usluga koje su im prije procesa liberalizacije bile nedostupne što je povećalo financijsku pismenost stanovništva, kao i financijsku uključenost stanovništva.

Ivanov i Stojanović (2003) navode kako prihvaćanje globalnih financijskih tokova i sudjelovanje u njima donosi mnoge prednosti, kao što su porast eksternog financiranja iz inozemnih izvora, povećane stope rasta i ubrzani rast cijele ekonomije; izlaz na nova i veća tržišta; mogućnost većih investicija; mogućnost ostvarivanja većih prinosa; brže prihvaćanje dobre poslovne prakse, iskustva, znanja i standarda; učinkovitije upravljanje rizicima; veća transparentnost cijelog tržišta i slično.

Arestis i Canner (2004) ističu kako financijska liberalizacija povećava ekonomski rast zemlje što rezultira višim dohotkom te se posljedično smanjuje siromaštvo.

Bacchetta i Wincoop (1998) u svom su istraživanju kapitalnih tokova došli do zaključka da je val financijske liberalizacije, popraćen strukturnim reformama, ključan faktor rasta kapitalnih tokova u zemlje u razvoju. Otvaranjem kapitalnih računa mnoge su zemlje omogućile značajne iznos priljeva kapitala u nacionalne financijske sustave. Veća likvidnost u sustavu dovela je do porasta kreditiranja poduzeća i kućanstava što je posljedično povećalo i potrošnju.



#### 4. NEGATIVNI UČINCI FINACIJSKE LIBERALIZACIJE NA ZEMLJE U RAZVOJU

Iako je proces finacijske liberalizacije na mnoge načine unaprijedio finacijske sustave zemalja u razvoju, uzrokovao je i određene negativne posljedice. Ove posljedice odnose se kako na finacijski sustav zemalja u razvoju tako i na njihovu realnu ekonomiju, odnosno realni sektor. Sami tijek finacijske liberalizacije bio je popraćen ublažavanjem različitih mjera, deregulacijom finacijskog sustava i institucija unutar istog te ukidanjem restrikcija vezanih za međunarodne tokove kapitala i novca. Svi od navedenih procesa na neki su način doveli do pojave neželjenih učinaka. Deregulacijom finacijskog sustava i institucija unutar njega otvorio se put za partnerstva između komercijalnih banaka, investicijskih banaka i kreditnih rejting agencija koje su poslovale zajedno iz vlastitih interesa, a na štetu pojedinaca, kao i sustava u cjelini. Ublažavanjem ograničenja vezanih za kapitalne i novčane tokove došlo je do znatnih kapitalnih priljeva u zemlje u razvoju što je izazvalo da povremena i postupna zaduživanja države, ali i ostalih sektora unutar države, gomilanjem stvore izrazito veliki vanjski dug koji postaje sve veći teret za otplatu. Finacijska liberalizacija se, s aspekta negativnih učinaka, može promatrati kao proces koji je izrazito izložio finacijske sustave zemalja u razvoju riziku od ranjivosti i vanjskih šokova. Zbog domino efekta kojim se ranjivost i eksterni šokovi prenose iz sektora u sektor, iz sustava u sustav i iz zemlje u zemlju, mnoge zemlje u razvoju bile su teško pogođene posljednjom globalnom finacijskom krizom.

Ghosh (2005., str. 9-14) pri analizi negativnih efekata finacijske liberalizacije na zemlje u razvoju ističe kako je proces liberalizacije rezultirao povećanom finacijskom fragilnošću i izloženošću finacijskim i valutnim krizama uzrokovanim većom kapitalnom otvorenošću. Veća sloboda ulaganja, uključujući ulaganja u osjetljive sektore poput tržišta nekretnina i tržišta dionica, mogućnost za većom izloženosti te veća regulatorna tolerancija faktori su koji su doveli do finacijskih neuspjeha. Autor također ističe kako su finacijska tržišta i njihovi sudionici tijekom procesa finacijske liberalizacije bili nedovoljno regulirani što je povećalo donošenje rizičnih odluka glede ulaganja, ali i hazardno ponašanje.

Prema Ivanov (2011., str. 8) zamku eksterne financijske liberalizacije predstavlja smanjenje informacijsko-arbitražne efikasnosti jer se u uvjetima globalnog poslovanja povećava asimetričnost informacija, mogućnost negativne selekcije i moralnog hazarda.

#### **4.1. Deregulacija financijskog sustava kao rezultat financijske liberalizacije**

Deregulacija financijskog sustava pojam je na kojem se temelji cijeli proces financijske liberalizacije. Financijska deregulacija podrazumijeva ublažavanje regulatornih kontrola i ograničenja te pruža veću slobodu financijskim institucijama i sudionicima financijskih tržišta pri donošenju odluka o investiranju, alokaciji sredstava i općenito pri drugim aktivnostima u financijskim sustavima. Ideja deregulacije financijskog sustava počiva na činjenici da su investitori svjesni rizika koji određena ulaganja nose te da će pri investiranju postupati racionalno. Poslovne banke i ostale financijske institucije također bi, prema ideji liberalizacije i deregulacije, trebale racionalno procijeniti i kontrolirati rizik plasmana kredita određenim sektorima i pojedincima zbog vlastitog interesa i zaštite od kreditnog i kreditno inducirano rizika, kao i ostalih vrsta rizika.

Od 1980-ih godina sve veći broj zemalja u razvoju prihvatio je strukturne reforme donesene na Washingtonskom konsenzusu. Zemlje u razvoju, pod utjecajem Svjetske banke i Međunarodnog monetarnog fonda kao organizacija koje su poticale privatizaciju i liberalizaciju financijskog sustava, donijele su mnoge promjene u vlastitim nacionalnim sustavima. Glavno svojstvo paketa reformi Washingtonskog konsenzusa bila je deregulacija financijskog sustava. Kako su 1950-ih i 1960-ih godina mnoge zemlje u razvoju imale kontrolirane kamatne stope i visoku inflaciju, došlo je do pojave realnih negativnih kamatnih stopa koje su znatno demotivirale štednju i investicije u zemljama u razvoju. Reforme Washingtonskog konsenzusa, između ostalog, uključivale su ukidanje kontrola nad kamatnim stopama, tj. deregulaciju kamatnih stopa, otvaranje kapitalnog računa te općenitu deregulaciju financijskog sustava zemalja u razvoju kako bi se potaknula štednja, investicije i gospodarski razvoj tih zemalja.

Međutim, deregulacijom financijskog sustava znatno se utječe na povećanje sistemskog rizika zbog nedovoljne kontrole međusobnog poslovanja financijskih institucija te njihovog

potencijalnog hazardnog ponašanja. Ukoliko su financijske institucije nedovoljno regulirane, u pitanje se također dovodi i zaštita potrošača, odnosno svakog individualnog korisnika financijskih proizvoda i usluga. Zemlje u razvoju, zbog nedovoljne financijske pismenosti i uključenosti stanovništva u aktivnosti na financijskim tržištima osjetile su snažne posljedice deregulacije njihova financijskog sustava.

Chowdhury (2010, str. 3) dijeli financijsku regulaciju prema motivu, u dvije kategorije regulacije; ekonomska regulacija i prudencijalna regulacija. Ekonomska regulacija odnosi se na kontrole kamatnih stopa i alokaciju kredita, dok se prudencijalna regulacija odnosi na zaštitu stabilnosti financijskog sustava i zaštitu potrošača. U procesu liberalizacije financijskog sustava, ekonomska i prudencijalna regulacija često su se zanemarivale ohrabrivanjem i implementacijom financijskih inovacija u sustave zemalja u razvoju. Autor dalje navodi kako se *laissez-faire* pristup financijskom sustavu zapravo temeljio na ideji samoregulacije sustava koja djeluje poticajno na kompetitivnost financijskih institucija kroz procese spajanja i preuzimanja. Međutim, umjesto pozitivnog aspekta kompetitivnosti financijskog sektora, potaknuo se oligopol financijskih sustava zemalja u razvoju. Iako je deregulacija trebala biti faktor poboljšanja efikasnosti financijskih tržišta, ona su procesom deregulacije postala ranjivija na financijske krize. U dereguliranom financijskom sustavu, bankama je dozvoljeno raspolagati rizičnijom imovinom nego što im je dozvoljeno u reguliranom sustavu. Rizičnija imovina izlaže banke većem kamatnom riziku i većem riziku promjene deviznog tečaja što može za posljedicu imati značajne gubitke.

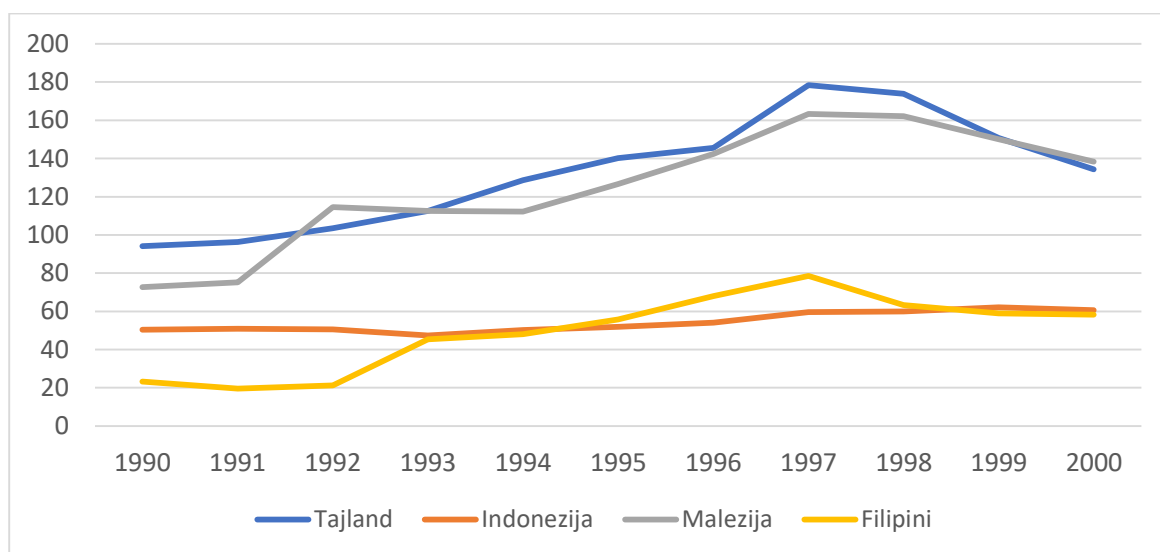
Azijske zemlje u razvoju 1990-ih godina bile su u procesu financijske liberalizacije, odnosno deregulacije nacionalnih financijskih sustava. Ovaj proces bio je okarakteriziran ulaskom stranih banaka u nacionalne financijske sustave, ublažavanjem kontrola kamatnih stopa, ali i ekspanzivnom kreditnom aktivnošću banaka koja je nerijetko bila usmjerena na rizične, potencijalno neostvarive investicijske projekte.

Chowdhury (2010, str. 4) ističe kako su se nekoliko godina prije izbijanja financijske krize u azijskim zemljama u razvoju vidjele naznake potencijalnog sloma financijskih sustava ovih zemalja. 1996. godine mnoge banke Južne Koreje pretrpjele su značajne gubitke u svom portfelju, Tajland je pokazao nestabilnost bankovnog sustava kada su vlasti preuzele

upravljanje jednom od poslovnih banaka, a u Indoneziji je došlo do juriša na banke. Chowdhury nadalje ističe da je otvaranje bankovnog sustava azijskih zemalja u razvoju potaknulo kompetitivnost između banaka, ali ta kompetitivnost je rezultirala izbacivanjem domaćih banaka s tržišta zbog prezahtjevnih uvjeta koje su imale i nemogućnosti držanja koraka sa stranim bankama i njihovim uvjetima financiranja.

Financijska kriza azijskih zemalja u razvoju čiji je vrhunac zabilježen 1997. godine zasigurno je izazvana financijskom liberalizacijom sustava tih zemalja i njihovom deregulacijom. Spomenutoj krizi prethodio je znatni rast kreditnih plasmana što je bilo potaknuto slabim regulatornim nadzorom i nepostojanjem kontrola na alokaciju sredstava, ali i rast BDP-a uslijed povećane potrošnje koja je bila rezultat jednostavnijeg puta do novčanih sredstava.

Grafikon 4. Udio domaćih kredita financijskog sektora izabranih azijskih zemalja u razvoju u BDP-u tih zemalja



Izvor: The World Bank, World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> [25. lipnja 2020.]

Na grafikonu 4 prikazano je kretanje udjela domaćih kredita financijskog sektora u bruto domaćem proizvodu Tajlanda, Indonezije, Malezije i Filipina kao odabranih azijskih zemalja u razvoju za razdoblje od 1990. do 2000. godine. Navedene zemlje su, potaknute deregulacijom, zabilježile značajnu ekspanziju kreditnih plasmana od strane financijskog sektora. Procesom financijske liberalizacije akumulirali su se viškovi sredstava koji su se bez

značajnih regulatornih zahtjeva plasirali privatnom sektoru u obliku različitih vrsta kredita. Na grafikonu 4 može se uočiti trend rasta udjela domaćih kredita u BDP-u odabranih azijskih zemalja od početka 1990-ih godina. Indonezija, za razliku od preostale tri zemlje u razvoju, bilježi vrlo stabilno kretanje kreditiranja u iznosu od 50% do 60% ukupnog BDP-a. Filipini bilježe rast kreditiranja 1992. godine i rast se nastavlja sve do 1997. godine i udio kreditiranja tada iznosi čak 78,5% bruto domaćeg proizvoda Filipina. Nakon 1997. godine udio kreditiranja u BDP-u Filipina bilježi kontinuirani pad do kraja promatranog razdoblja.

Za razliku od Indonezije i Filipina čiji udio kreditiranja u nacionalnom BDP-u ne prelazi 80% BDP-a, Malezija i Tajland 1992. godine dosežu udio domaćih kredita u BDP-u od 100%. Udjeli obiju zemalja nastavljaju rasti do 1997. godine kada dosežu svoje vrhunce; Malezija 163%, a Tajland čak 178% domaćih kredita financijskog sektora u nacionalnom BDP-u. Ovako visoki iznosi pokazatelji su prezaduženosti privatnog sektora zemlje te ukazuju na neodrživost i nereguliranost financijskog sustava. 1997. godine kada su sve četiri odabrane azijske zemlje u razvoju dosegnule vrhunac kreditne ekspanzije nastupa azijska financijska kriza te se kreditna aktivnost znatno smanjuje.

Azijska financijska kriza pokazatelj je da deregulacija financijskih sustava ovih zemalja nije bila održiva te da je na same zemlje ostavila velike negativne posljedice. Zbog prenapetosti liberalizacije financijskih sustava ovih zemalja pojavilo se špekulativno kretanje kapitala, špekulativni napadi na valutu te hazardno ponašanje banaka što je izazvalo mnoge poremećaje u financijskom sustavu azijskih zemalja u razvoju.

Prema Minskyu (1975), svako bujanje financijskog sustava samo je preteča krize i dugoročno je neodrživo. Deregulacija je zasigurno izazvala iracionalna ponašanja i od strane dužnika i od strane vjerovnika te je potaknula hazardno ponašanje sudionika financijskih tržišta. Kako bi se negativne posljedice poput ovih spriječile, nužna je regulacija financijskih sustava kao i postavljanje kontrola i ograničenja na kreditne plasmane.

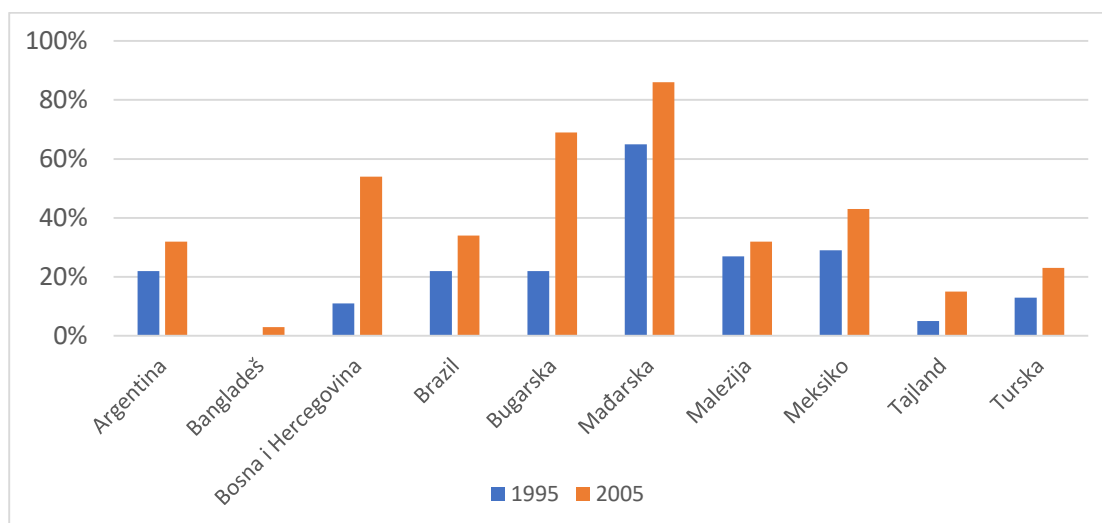
## 4.2. Ranjivost bankovnog sustava kao posljedica financijske liberalizacije

Bankovni sustav zemalja u razvoju u velikoj je mjeri osjetio posljedice financijske liberalizacije kako tijekom samog procesa liberalizacije tako i posljedično nakon glavnih promjena koje je proces liberalizacije financijskih sustava donio. Mnogi autori poput Demirguc-Kunt i Detragiache (1998), Caprio i Summers (1993), Stiglitz (1998) ustanovili su pozitivnu korelaciju između financijske liberalizacije i bankovnih kriza, odnosno utvrdili su da postoji veća vjerojatno od izbijanja bankovne krize u liberaliziranim financijskim sustavima, nego u financijskim sustavima koji nisu liberalizirani. Istraživanjima i analizama također je utvrđeno kako je utjecaj financijske liberalizacije na ranjivost bankovnog sektora slabiji ukoliko postoji snažno institucionalno okruženje.

Privatizacija banaka, uz financijsku deregulaciju, jedna je od prvih i glavnih karakteristika financijske liberalizacije koja se 1990-ih godina odvijala u zemljama u razvoju. Banke u državnom vlasništvu preuzete su ili kupljene od strane velikih stranih banaka što je dovelo do značajnih promjena u bankovnim sektorima zemalja u razvoju. Povećan broj stranih banaka u odnosu na domaće banke s jednog aspekta predstavljao je priliku za implementaciju bankovnih inovacija u sustave zemalja u razvoju, ali s drugog aspekta bio je velika prijetnja financijskom sustavu zemlje zbog velike izloženosti vanjskim šokovima. Strane banke unaprijedile su bankovne sustave zemalja u razvoju različitim tehnološkim unaprjeđenjima poput softverskih i digitalnih rješenja u poslovnim procesima, međutim u tradicionalne bankovne sustave unijele su određenu količinu nesigurnosti.

Ulazak stranih banaka na domaće tržište također je negativno utjecao na male, lokalne banke. Lokalne nacionalne banke karakteristične za pojedine regije zemalja u razvoju nisu bile u mogućnosti pratiti trendove koje su velike banke pružale svojim korisnicima. Također, male lokalne banke vrlo brzo su izgubile bitku kompetitivnosti s velikim internacionalnim bankama budući da nisu mogle nuditi tako niske kamatne stope na kredite stanovništvu i poduzećima te si nisu mogle dozvoliti plasmane u rizičnije projekte kao što su internacionalne banke mogle.

Grafikon 5. Postotak stranih banaka u ukupnom broju banaka odabranih zemalja u razvoju 1995. i 2005. godine



Izvor: The World Bank, Global Financial Development, dostupno na:

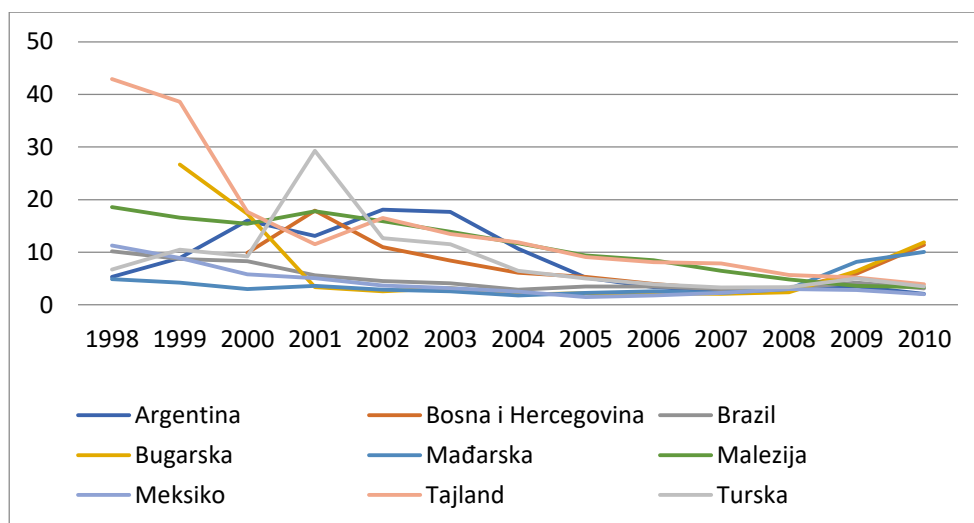
<https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development> [25. lipnja 2020.]

Na grafikonu 5 prikazan je postotak stranih banaka u ukupnom broju banaka odabranih 10 zemalja u razvoju 1995. godine i 2005. godine. Iz prikaza je vidljivo kako je u svakoj zemlji 1995. godine, na samom početku procesa financijske liberalizacije u ovim zemljama, postotak banaka u stranom vlasništvu bio značajno manji nego 2005. godine kada su financijski sustavi zemalja u razvoju bili u većoj mjeri liberalizirani. Iz grafikona 5 također se može uočiti razlika između postotka banaka u stranom vlasništvu u europskim zemljama u razvoju (Bosna i Hercegovina, Bugarska i Mađarska) u odnosu na ostale odabrane zemlje. Europske zemlje u razvoju karakterizira veći postotak preuzimanja domaćih banaka od strane banaka u stranom vlasništvu, a od navedenih zemalja prednjači Mađarska sa čak 86% banaka u stranom vlasništvu u 2005. godini. Azijske zemlje u razvoju poput Bangladeša, Malezije i Tajlanda bilježe znatno manji postotak stranih banaka u ukupnom broju banaka. Bangladeš 1995. godine u svom financijskom sustavu nije imao niti jednu banku u stranom vlasništvu, a 2005. godine svega 3% banaka bile su strane banke.

Veliki tokovi kapitala i novca 1990-ih i 2000-ih godina znatno su povećali likvidnost financijskih sustava zemalja u razvoju što je stvorilo novčane viškove koji su se dalje plasirali u obliku kredita stanovništvu i poduzećima. Povećan broj plasmana kredita, uz preveliku slobodu i nedovoljnu regulaciju komercijalnih banaka, izložio je banke kreditnom riziku u

kriznim godinama. Ranjivost banaka također proizlazi iz njihovog procikličnog ponašanja koje podrazumijeva da su banke u dobrim vremenima sklone plasirati više kredita nego u lošim vremenima te na taj način u dobrim vremenima kumuliraju kreditni rizik koji se u lošim vremenima realizira. Situacija realizacije kreditnog rizika podrazumijeva dužnikovu nemogućnost otplate anuiteta kredita što za banku predstavlja neprihodonosni, odnosno nenaplativi kredit (eng. Non-performing Loan – NPL), tj. gubitak.

Grafikon 6. Udio nenaplativih kredita u ukupnom broju kredita odabranih zemalja u razvoju od 1998. do 2010. godine



Izvor: The World Bank, Global Financial Development, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development> [02. srpnja 2020.]

Na grafikonu 6 prikazan je udio nenaplativih kredita u ukupnom broju kredita banaka odabranih zemalja u razvoju od 1998. godine koja prethodi procesu financijske liberalizacije sustava ovih zemalja do 2010. godine kada su financijski sustavi ovih zemalja liberalizirani i regulirani. Može se uočiti kako su navedene zemlje 1990-ih i ranih 2000-ih godina u ukupnim kreditima imale izrazito visok postotak nenaplativih kredita. Tajland, zemlja u kojoj je financijska liberalizacija bila izrazito naglašena od samog početka 1980-ih te 1990-ih godina, bilježi vrlo visok udio nenaplativih kredita u ukupnim kreditima – preko 40%. Po udjelu nenaplativih kredita slijede ga Bugarska i Turska koje dosežu razine između 20% i 30% neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima. Ostale odabrane zemlje također je snašao ovaj problem i većina banaka ovih zemalja snosile su značajne gubitke zbog nereguliranih i nekontroliranih odobravanja kredita u početnom valu financijske liberalizacije. Kako bi se



ovakve situacije spriječile, većina stranih banaka u zemljama u razvoju uvela je kvalitetnije sustave kontrole rizika kako bi izbjegla ponavljanje sličnih situacija. Od 2002. godine uočava se trend pada udjela nenaplativih kredita u ukupnim kreditima odabranih zemalja u razvoju koji se pogoršava nakon 2008. godine zbog globalne financijske krize, ali svejedno ostaje u mnogo nižim rasponima nego što je bio na početku.

### **4.3. Učinci financijske liberalizacije na pojavu balona cijena imovine**

Bujanje financijskih sustava zemalja u razvoju uzrokovano financijskom liberalizacijom uzrokovalo je porast potražnje za kreditima, porast potrošnje i generalni rast i ubrzavanje ekonomija zemalja u razvoju. Većim obujmom kreditiranja i porastom osobne potrošnje povećala se i potražnja za realnom i financijskom imovinom. Poduzeća, ali i stanovništvo zemalja u razvoju koje prije liberalizacije financijskog sustava nije bilo u mogućnosti posjedovati određeni oblik realne ili financijske imovine, dobilo je priliku za ulaganje u tržište kapitala ili sektor nekretnina zbog povoljnijih uvjeta kreditiranja. Na taj način počela je rasti potražnja za različitim vrstama imovine što je posljedično dovelo do postupnog rasta cijena. Ovakav način rasta cijena imovine nije bio odraz rasta realne vrijednosti, već je predstavljao svojevrsni inducirani, neodrživi rast cijena imovine sektora nekretnina i financijske imovine. Upravo zbog nerealnog rasta cijena došlo je do pojave takozvanog „balona“ cijena imovine. Kako navodi Jones (2016., str. 28) „baloni“ se tipično vežu uz dramatični porast cijene imovine popraćen kolapsom, a nastaju kada cijena imovine prijeđe fundamentalnu vrijednost same imovine.

Ghosh (2005., str. 10) ističe kako je pojava balona cijena imovine u kontekstu procesa financijske liberalizacije njezina indirektna posljedica koja se realizirala putem efekta potražnje za nekretninama i financijskom imovinom što je povećalo ranjivost financijskih sustava zemalja u razvoju.

Pojava balona cijena imovine zasigurno je negativna pojava u svakoj ekonomiji, ali kada je riječ o tržištima u nastajanju, odnosno o zemljama u razvoju, ova pojava može ostaviti značajne posljedice na gospodarski razvoj tih zemalja. Uz rast cijena nekretnina iz godine u

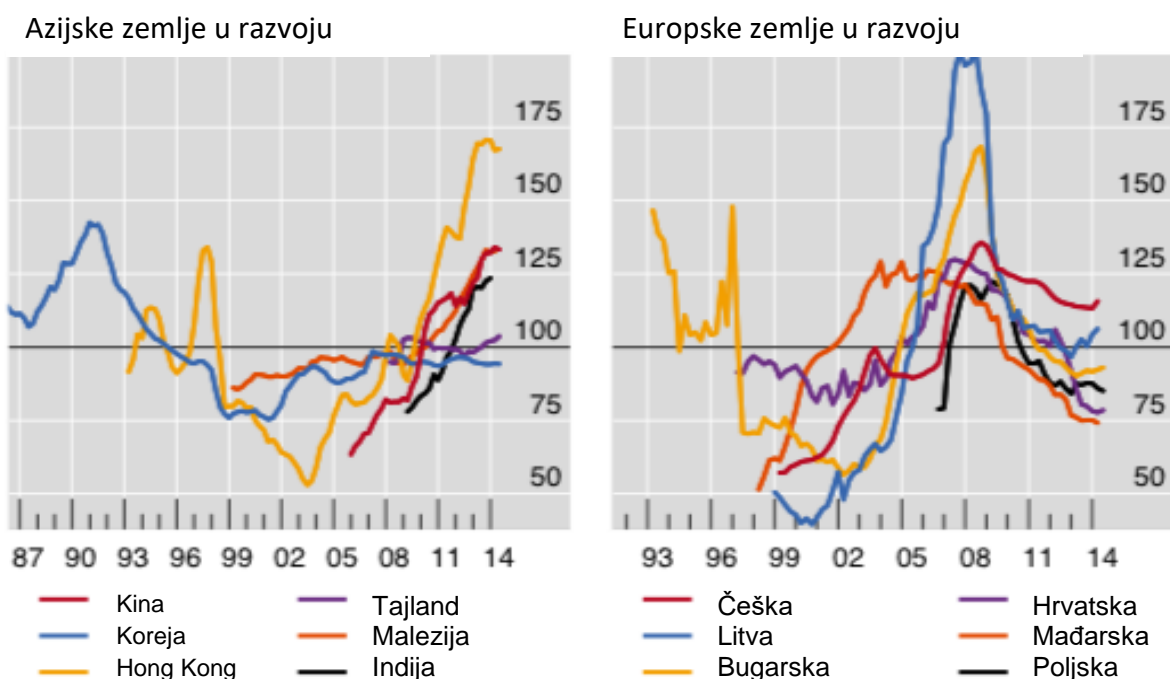
godinu raste i nesigurnost vlasnika imovine kao i njezinih potencijalnih kupaca. U slučaju cijena imovine koje su više od njihove realne vrijednosti kupci postaju sve manje spremni izdvojiti tražene iznose za kupnju pojedine nekretnine ili druge vrste imovine te dolazi do pada potražnje za određenom imovinom. Ukoliko potražnja za imovinom ne fluktuirá, već nastavi negativan trend, dolazi do „pucanja“ balona imovine, odnosno u ekonomiji dolazi do svojevrsnog kolapsa tržišta nekretnina ili tržišta određene druge imovine.

Ovaj scenarij dogodio se u mnogim zemljama u razvoju upravo za vrijeme globalne financijske krize 2008. i 2009. godine. Zbog velike potražnje za imovinom rasla je njezina vrijednost te je u određenom trenutku cijena imovine prešla njezinu stvarnu, realnu vrijednost. Cijene imovine nastavile su rasti tijekom razdoblja prije krize, međutim prilikom nastupanja globalne financijske krize mnoge su zemlje iskusile brojne probleme vezane za tržišta imovine, posebno tržište nekretnina. Tržište nekretnina europskih zemalja u razvoju doživjelo je kolaps nakon nerealnog rasta cijena u pretkriznom razdoblju. Bujanje tržišta nekretnina u europskim zemljama u razvoju započelo je kasnih 1990-ih godina, a posebno izraženo bilo je početkom 2000-ih godina. U tom razdoblju, zbog ulaska stranih banaka u financijske sustave europskih zemalja u razvoju, ali i zbog povećanja količine depozita u bankama, poslovne banke bile su u mogućnosti plasirati vrlo povoljne kredite koji su većinom bili usmjereni na sektor stanovništva. Zbog vrlo povoljnih uvjeta kreditiranja, porasla je potražnja za stambenim kreditima budući da se stanovništvu pružila prilika za rješavanje stambenog pitanja po prihvatljivim uvjetima. Povećana potražnja za stambenim kreditima bila je usmjerena na rast potražnje za nekretninama što je dovelo do iznimno visokih cijena nekretnina u europskim zemljama u razvoju.

Na slici 1 može se uočiti kako su Litva i Mađarska europske zemlje koje su ovom pojavom bila najviše pogođene u smislu izrazitih fluktuacija cijena nekretnina u razdoblju od 1999. do 2008. godine. Ostale europske zemlje s tržištima u nastajanju također su doživjele rast cijena nekretnina te njihove fluktuacije, no u manjim razmjerima. Azijska su pak tržišta u nastajanju problem balona cijena imovine iskusila kasnih 1900-ih godina kao indirektnu posljedicu ranih faza liberalizacije njihovih financijskih sustava. Ponovni značajni rast cijena imovine ove zemlje bilježe nakon pojave globalne financijske krize što je velika razlika u odnosu na

europske zemlje u razvoju koje su porastom cijena nekretnina bile pogođene upravo prije spomenute krize.

Slika 1. Indeks kretanja cijena nekretnina u odabranim zemljama u razvoju



Izvor: BIS Quarterly Review (2014), dostupno na:

[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403.htm) [02. srpnja 2020.]

#### 4.4. Špekulativno kretanje kapitala kao posljedica financijske liberalizacije

Mnoge zemlje u razvoju proces financijske liberalizacije započele su poticanjem razvoja tržišta kapitala i deregulacijom nacionalnih tržišta kapitala. Navedeni procesi ostavili su mnoge pozitivne, ali i negativne posljedice na ekonomije zemalja u razvoju. Pozitivan utjecaj razvoja tržišta kapitala i njegove deregulacije ogleda se u činjenici da je obujam trgovanja na tržištima kapitala njihovom liberalizacijom porastao te se pružila prilika za ulaganje pojedincima i sektorima koji prije same liberalizacije tu priliku nisu imali. Pojedinci su, kao individualni investitori dobili mogućnost sudjelovanja na tržištima kapitala što je predstavljalo veći stupanj financijske uključenosti stanovništva, ali ta uključenost bila je popraćena znatnim rizicima volatilnosti cijena kapitala te nedovoljnog znanja o predmetima

trgovanja što je nerijetko rezultiralo gubicima koji su stvorili averziju individualnih investitora prema trgovanju na tržištima kapitala.

Špekulativno kretanje kapitala pojam je koji se odnosi na kupnju ili prodaju vrijednosnica, izvedenica ili valutnih parova od strane špekulanta s ciljem zarade na promjeni cijene istih, a uz svjesno preuzimanje rizika poduzete akcije. Liberalizacijom tržišta kapitala zemalja u razvoju javilo se povećana prisutnost špekulativne trgovine na tim tržištima. Špekulanti su otvaranjem ovih tržišta uočili priliku za veliku zaradu na temelju promjene cijena dionica i drugih vrijednosnica koje kotiraju na burzama zemalja u razvoju. Uz špekulacije vezane za vrijednosnice, javio se i rizik od špekulativnih napada na valute pojedinih zemalja u razvoju koje su prakticirale režim fleksibilnog deviznog tečaja. Naime, cjelokupnost procesa financijske liberalizacije podrazumijeva procese otvaranja kapitalnih računa, deregulacije tržišta kapitala i bankovnog sustava te veću otvorenost zemlje kada su u pitanju strana ulaganja. Uz porast stranih ulaganja, odnosno ulaskom stranog kapitala u pojedinu zemlju, ta zemlja postaje konkurentnija na globalnoj sceni, nacionalni dionički i obveznički indeksi rastu te raste i međunarodni rejting zemlje. Uz sve navedeno dolazi i do aprecijacije domaće valute te posljedično ona postaje predmet špekulacije što za samu zemlju predstavlja izuzetno rizičnu izloženost vanjskim šokovima, potencijalnu ranjivost i destabilizaciju njezina financijskog sustava u cjelini. Izloženost i ranjivost zemalja u navedenoj situaciji očituje se u riziku naglog povlačenja kapitala od strane investitora zbog nastupanja razdoblja recesije, kriznih razdoblja, zbog negativnih analiza i očekivanja samih investitora, zbog političke slike zemlje ili drugih sličnih faktora koji imaju utjecaj na ponašanje investitora. Ukoliko veliki broj investitora odluči povući vlastiti kapital ili nastupi situacija povlačenja velikog iznosa kapitala od strane manjeg broja investitora, dolazi do problema u financijskom i gospodarskom sustavu same zemlje. Nacionalna valuta gubi na vrijednosti, dionički indeksi padaju, kao i opći interes domaćih i stranih investitora, a sve navedeno uzrokuje porast troškova stanovništva te ekonomske i financijske gubitke.

Upravo je financijska liberalizacije u zemljama u razvoju indirektno dovela do špekulativnih napada na valute pojedinih zemalja. Tajland je kao jedna od zemalja u razvoju krajem 1990-ih godina prošao kroz bankovnu krizu uzrokovanu špekulativnim napadima na nacionalnu valutu, tajlandski baht. Od 1990. do 1996. godine, devizni tečaj tajlandskog bahta i

američkog dolara bio je stabilan i u prosjeku je iznosio 25 tajlandskih bahta za jedan američki dolar, međutim 1997. godine došlo je do znatne deprecijacije tajlandskog bahta. Od 1997. godine pa sve do globalne financijske krize, tajlandska nacionalna valuta nestabilno se kretala u odnosu na američki dolar upravo zbog špekulativnih transakcija koje su provodili strani investitori, ali i tajlandske banke. Zbog svega navedenog, tajlandski financijski sustav krajem 1990-ih godina doživio je kolaps koji je uzrokovao internu financijsku krizu na Tajlandu.

Indonezija je također primjer zemlje u razvoju koja je doživjela problem vezan uz špekulativno kretanje kapitala, a zbog čega je 2010. godine uvela restrikcije vezane za kapitalne priljeve. Mjere koje je indonezijska središnja banka uvela glede kapitalnih tokova odnosile su se na ročnu strukturu instrumenata trgovanja na tržištu kapitala te na poslovanje banaka na stranim tržištima kapitala, kao i na koridor kretanja prekonoćnih kamatnih stopa na međubankovnom tržištu. Indonezija je uz liberalizaciju financijskog sustava zabilježila značajne priljeve kratkoročnog kapitala što je uzrokovalo potencijalnu pojavu nestabilnosti unutar financijskog sustava u slučaju povlačenja kapitala iz zemlje. Razlog ovih priljeva bio je ekonomski rast tijekom globalne financijske krize u iznosu od 6% 2008. i 4,5% 2009. godine, za razliku od drugih azijskih zemalja u razvoju poput npr. Malezije. Upravo zbog kvalitetnih performansa tijekom krize, Indonezija je privukla velike količine stranog kapitala u zemlju što je dovelo do rasta dioničkih indeksa za 85% u 2009. godini te 17%-tne aprecijacije nacionalne valute, rupija u odnosu na dolar. Unatoč rastu konkurentnosti, nacionalne ekonomske vlasti bile su zabrinute zbog potencijalne situacije povlačenja stranog kapitala iz zemlje što bi značajno destabiliziralo nacionalnu ekonomiju te je središnja banka donijela mjere vezane za kapitalne priljeve u svrhu očuvanja financijske stabilnosti zemlje. Neki analitičari smatraju kako su navedene mjere poticajne za investitore jer im pružaju određenu sigurnost i umanjuju rizik gubitka uloženog iznosa, dok ostali navode kako uvedene mjere mogu dovesti do preusmjeravanja kapitalnih tokova u one zemlje u razvoju koje nemaju značajne kapitalne restrikcije (Singh, 2010).

#### 4.5. Ostali negativni učinci financijske liberalizacije

Iako je financijska liberalizacija proces koji je ublažio financijsku represiju u zemljama u razvoju te proces koji je na mnoge načine inovirao i unaprijedio financijske sustave zemalja u razvoju, on je zasigurno ostavio mnoge negativne posljedice na gospodarstvo zemalja u razvoju. Financijske i ekonomske krize kao rezultat deregulacije bankovnog sustava i tržišta kapitala na pojedine zemlje u razvoju ostavile su dugoročne posljedice. Nenaplativi krediti bankama su predstavili velike kratkoročne gubitke, dok su fluktuacije tečajeva individualnim investitorima s nedovoljnim financijskim znanjem prouzročile dugoročne gubitke.

1990-ih godina kriza vanjskog duga, kao direktna posljedica financijske liberalizacije, značajno je pogodila Meksiko, istočnu Aziju, Rusiju, Brazil te poneke europske i afričke zemlje. Ova kriza uzrokovana je otvaranjem kapitalnih računa zemalja u razvoju, no nisu je sve zemlje u razvoju iskusile. Ona je ponajviše pogodila one zemlje koje su paralelno s otvaranjem kapitalnog računa prolazile kroz procese privatizacije, stvaranja balona na tržištu kapitala i tržištu nekretnina te porast kamatnih stopa. Sve od navedenog, uz nekonkurentnost u regiji i slabost izvoza te povećan uvoz, slabi rast BDP-a te inflatorne pritiske zbog velike količine likvidnosti u sustavu predstavlja svojevrsne makroekonomske probleme financijske liberalizacije za zemlje u razvoju.

Osim navedenih posljedica, financijska liberalizacija negativno je utjecala i na komponentu stanovništva, odnosno na njihovu financijsku uključenost. Zbog brojnih recesijskih razdoblja i financijskih te ekonomskih kriza koje su pogodile zemlje u razvoju zbog otvaranja nacionalnih financijskih sustava, stanovništvo je stvorilo averziju prema financijskoj uključenosti zbog straha od gubitka vlastitih financijskih sredstava u slučaju ponovnih kriza. Averzija stanovništva, posebice sektora kućanstava, najčešće uzrokuje juriš na banke do kojeg dolazi u slučaju pojave negativnih ili asimetričnih informacija što za banke predstavlja potencijalni gubitak velike količine depozita te bilančnu neusklađenost.

Reregulacija do koje je došlo nakon provedbe deregulacije u sklopu financijske liberalizacije pojava je kojom su se uvele različite kontrole i restrikcije u financijski sustav. Novi i stroži regulatorni okvir bio je izrazito naglašen u bankovnom sektoru. Uvedene restrikcije odnosile

su se na podrijetlo depozita, kontrolu transakcija većih iznosa, kreditne plasmane privatnim i poslovnim subjektima, kapitalne zahtjeve same banke te na mnoge druge komponente bankarstva. Zbog pojave reregulacije, u zemljama u razvoju vrlo brzo je došlo do razvoja tzv. bankarstva u sjeni. Bankarstvo u sjeni kao pojam predstavlja zaobilaženje komercijalnih banaka i klasičnog načina kreditiranja te dotadašnje poslove preusmjerava na razvoj različitih nezakonitih kreditnih plasmana do kojih su potrošači u mogućnosti doći na brz i jednostavan način, bez ikakvih ograničenja ili nadzora od strane regulatornih vlasti. Vlasti zemalja u razvoju, ali i razvijenih zemalja, u procesu su osmišljavanja načina za smanjenje broja banaka u sjeni i količine novca koji se plasira na tržište iz nelegalnih izvora.

## 5. UČINCI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE U REPUBLICI HRVATSKOJ

Proces globalne financijske liberalizacije donio je mnogo izazova za zemlju, ali imao je i brojne pozitivne efekte na financijski sustav Republike Hrvatske. 1990-ih godina Hrvatska je prolazila kroz vrlo nestabilno ekonomsko razdoblje. Uz ratne neprilike stradao je veliki dio domaće industrije što je imalo negativne posljedice na ekonomski razvoj 1990-ih godina. 2000-ih godina Hrvatska je, kao i mnogo drugih zemalja u razvoju, prolazila kroz različite procese transformacije nacionalne ekonomije.

Interna liberalizacija u obliku privatizacije poduzeća i financijskih bankovnih, ali i nebankovnih institucija, prihvaćanje i implementacija suvremenih ekonomskih trendova te mnogi drugi procesi odvijali su se u nacionalnoj ekonomiji i uzrokovali su mnoštvo promjena. Proces financijske liberalizacije Hrvatskoj je približio pojam tržišne ekonomije i uveo niz noviteta s aspekta ponude financijskih proizvoda i usluga. Tržište dionica, obveznica i ostalih financijskih izvedenica koje je bilo razvijeno na zapadu, za Hrvatsku je predstavljalo potpunu nepoznanicu koja se postupno trebala uvesti u financijski sustav zemlje. Hrvatsko stanovništvo 1990-ih godina nije bilo karakterizirano visokom razinom financijske pismenosti i financijske uključenosti što se može pripisati nerazvijenosti financijskog sustava zemlje, ali i ratnom razdoblju. Uvođenje noviteta i financijskih inovacija u sklopu procesa financijske liberalizacije predstavljalo je dugotrajan proces.

Globalnom deregulacijom financijskih sustava javila se i mogućnost međunarodnog zaduživanja privatnog, ali i državnog sektora iskorištavanjem prilika koje su se nudile od strane međunarodnih banaka i globalnih tržišta kapitala. Otvaranje hrvatske ekonomije pod utjecajem financijske globalizacije osjetilo se i kroz kanal kreditiranja privatnog sektora zemlje. Zbog viškova likvidnosti koji su se kumulirali u Hrvatskoj, kamatne stope na kredite stanovništvu bile su prihvatljive što je uzrokovalo rast potražnje za kreditima. Ovaj rast potražnje bio je popraćen i općim rastom osobne potrošnje koja se ogledala u rastu potražnje za nekretninama, ali i ostalom realnom i financijskom imovinom. Povećana potražnja za nekretninama i drugim potrošnim dobrima te financijskom imovinom dovela je do rasta cijena svega navedenog.



## 5.1. Pozitivni učinci financijske liberalizacije u Hrvatskoj

Hrvatska je procesom financijske globalizacije prihvatila i proces financijske liberalizacije pomoću kojeg je internacionalizirala nacionalni financijski, a posebno bankovni sustav. Privatizacija banaka u obliku ulaska stranog kapitala u Hrvatsku započela je nakon ratnog razdoblja, odnosno krajem 1990-ih godina i kontinuirano je trajala i 2000-ih godina. Kao posljedica navedenih procesa, u Hrvatskoj je došlo do znatnog porasta udjela stranih banaka u ukupnom broju banaka što je Hrvatskoj omogućilo unapređenje bankarstva, kvalitetniju i veću ponudu bankovnih proizvoda i usluga te veću financijsku uključenost stanovništva. Ulazak stranih banaka na domaće financijsko tržište također je potaknuo konkurentsko okruženje i unijelo kvalitetniji kadar ljudskih resursa u bankovni sustav Republike Hrvatske.

Prema Galac i Kraft (2001) strane banke imaju jeftinije izvore financiranja, posjeduju približno jednaka znanja o lokalnom tržištu i upošljavaju kvalitetnije kadrove od domaćih banaka. Provedenom analizom također je utvrđeno kako strane banke primaju depozite i od domaćih i od stranih klijenata, ali da više kreditiraju domaće klijente. Istraživanjem se zaključilo da dolazak stranih banaka sam po sebi predstavlja važno inozemno izravno ulaganje te da je cjelokupni utjecaj stranih banaka u razmatranom razdoblju pozitivan.

Ukupan broj banaka, kao i ukupna aktiva banaka, značajno su porasli na početku financijske liberalizacije Hrvatske, odnosno u razdoblju od 1993. do 1999. godine, što predstavlja izravan pozitivan utjecaj financijske liberalizacije na hrvatski bankovni sustav, gledano kroz rast samog bankovnog sustava. Iz tablice 2 može se uočiti da je 1994. godine iznos ukupne aktive banaka koje su u najmanje 50-postotnom inozemnom vlasništvu 57 milijuna kuna, dok je 1999. godine taj iznos preko 37 milijardi kuna što predstavlja izuzetno veliki porast aktive banaka. Broj banaka također je porastao u promatranom razdoblju. Na početku 1993. godine ukupan broj banaka iznosio je 43, dok su 1999. godine u Hrvatskoj poslovale 53 banke, od kojih je 13 bilo u najmanje polovičnom stranom vlasništvu. Ukupna aktiva banaka u promatranom razdoblju porasla je za 40 milijardi kuna.

Tablica 2. Značajke hrvatskog bankovnog sustava od 1993. do 1999. godine

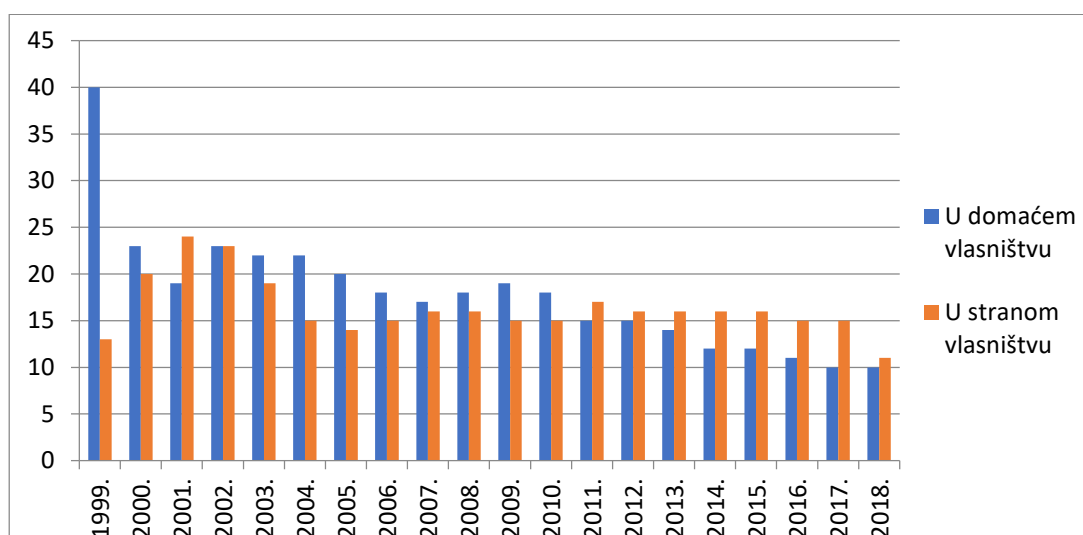
	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.
Ukupan broj banaka (na kraju godine)	43	50	54	58	61	60	53
Broj banaka u (najmanje) 50%-tnom inozemnom vlasništvu (na kraju godine)	n.p.	n.p.	1	4	7	10	13
Ukupna aktiva banaka (na kraju godine, u mil. HRK)	53,16	60,17	69,26	73,80	94,12	104,31	93,82
Ukupna aktiva banaka u (najmanje) 50%-tnom inozemnom vlasništvu (na kraju godine, u mil HRK)		57	115	664	2.788	6.885	37.732

Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na:

<https://www.hnb.hr/documents/20182/121888/p-006.pdf/5cfe7c12-bd87-4fcc-93c5-60004d2e207e> [10. srpnja 2020.]

Broj stranih banaka u Hrvatskoj od 1999. godine do 2001. godine nastavio je rasti, dok se broj banaka u domaćem vlasništvu u 2000. godini značajno smanjio u odnosu na 1999. godinu. 1999. godine u Hrvatskoj je 40 banaka bilo u domaćem vlasništvu, dok je 2000. godine broj domaćih banaka iznosio 23 (Grafikon 7).

Grafikon 7. Broj banaka u domaćem i stranom vlasništvu za RH od 1999. do 2018. godine



Izvor: Hrvatska narodna banka, Bilteni o bankama br. 7-32. Dostupno na:

<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten-o-bankama> [10. srpnja 2020.]

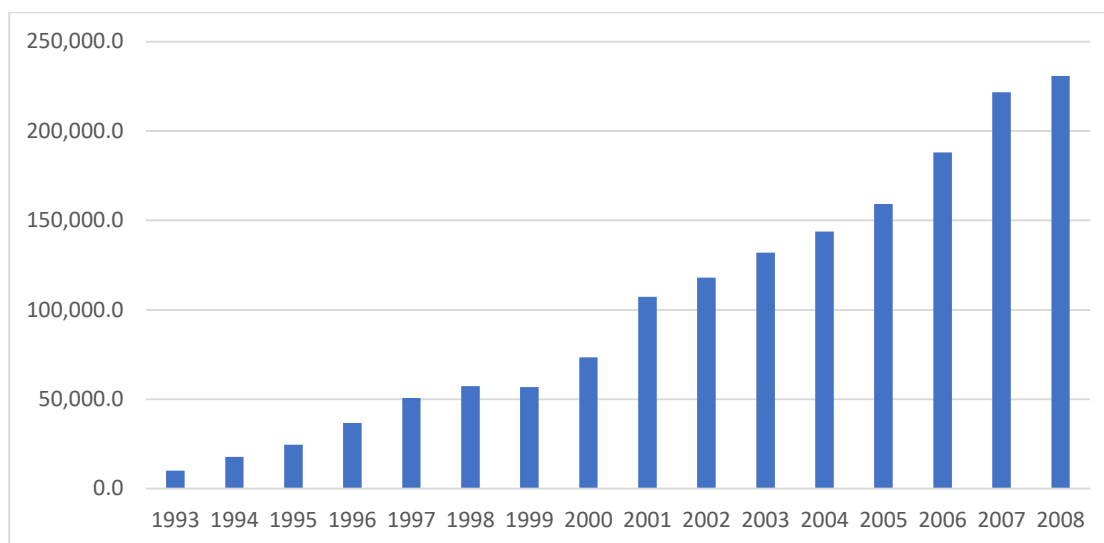
Već 2001. godine broj banaka u stranom vlasništvu premašio je broj banaka u domaćem vlasništvu pa je te godine u Hrvatskoj poslovalo 19 banaka u domaćem i 24 banke u stranom vlasništvu. 2002. godine broj banaka u domaćem i stranom vlasništvu u Hrvatskoj bio je jednak te su tada poslovale 23 banke u domaćem vlasništvu i 23 banke u stranom vlasništvu. Od 2002. do 2006. godine smanjuje se i broj banaka u domaćem vlasništvu, kao i broj banaka u stranom vlasništvu, te se od 2006. godine bilježi veći udio banaka u stranom vlasništvu i ovaj trend traje do 2011. godine. Od 2011. godine broj banaka u stranom vlasništvu premašuje broj banaka u domaćem vlasništvu i taj trend se nastavlja do kraja promatranog razdoblja.

Prema HNB-ovu Biltenu o bankama (br. 7, str. 12) udio banaka u većinskom stranom vlasništvu u ukupnoj aktivi svih banaka 2003. godine bio je veći u odnosu na 2002. godinu, a trend rasta udjela stranih banaka neprekinut je od 1998. godine. Od 2000. godine broj banaka u domaćem vlasništvu približan je broju banaka u stranom vlasništvu te ne postoji značajna razlika između broja domaćih i stranih banaka. Ulazak stranih banaka u hrvatski financijski sustav kao direktna posljedica financijske liberalizacije na Hrvatsku je ostavio mnoge učinke.

Jedan od njih zasigurno je rast povjerenja potrošača koji se ogledao kroz polaganje depozita u banke umjesto tradicionalne individualne štednje bez polaganja depozita u poslovnu banku. Financijskom liberalizacijom porastao je broj depozita stanovništva kod poslovnih banaka što je jednim dijelom omogućilo kreditnu ekspanziju u pretkriznom razdoblju. Karakteristika hrvatskog stanovništva je držanje deviznih depozita umjesto držanje depozita u nacionalnoj valuti pa je tako financijskom liberalizacijom porastao iznos deviznih depozita u hrvatskom bankovnom sustavu što je bankama pružilo dodatnu mogućnost kreditiranja.

Na grafikonu 8 prikazano je kretanje ukupnih likvidnih sredstava mjereno monetarnim agregatom M4 koji ubraja obveznice, instrumente tržišta novca i udjele u novčanim fondovima, devizni depozite, kunske depozite te novčanu masu M1. U promatranom razdoblju jasno se uočava trend rasta do 2008. godine kada se doseže iznos od 230 milijardi kuna ukupnih likvidnih sredstava. Nakon 2008. godine nastupa globalna financijska kriza i dolazi do značajnih promjena u dotadašnjim financijskim trendovima u Hrvatskoj.

Grafikon 8. Kretanje ukupnih likvidnih sredstava od 1993. do 2008. godine u Hrvatskoj, u milijunima kuna

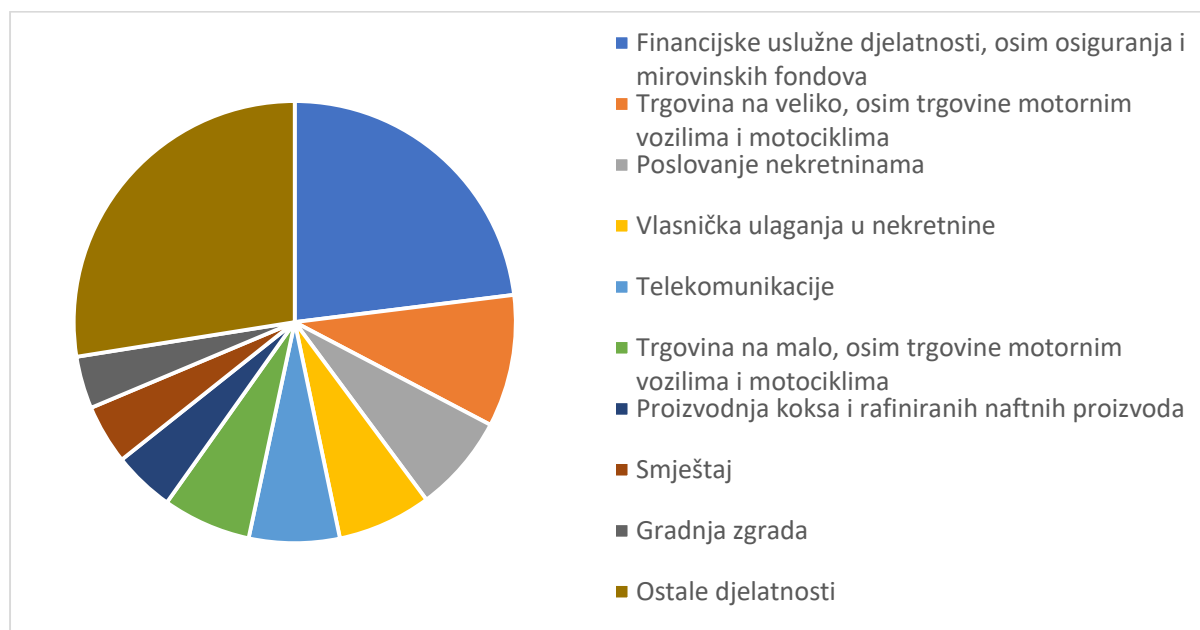


Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/monetarni-i-kreditni-agregati> [10. srpnja 2020.]

Porast broja banaka u većinskom stranom vlasništvu zapravo je dio izravnih stranih ulaganja koja su financijskom liberalizacijom i integracijom s Europskom unijom značajno porasla u Hrvatskoj. Prema HNB-u (2015), inozemna izravna ulaganja obuhvaćaju vlasnička ulaganja, zadržanu dobit i dužničke odnose između vlasnički povezanih rezidenata i nerezidenata. Izravna vlasnička ulaganja su ulaganja kojima strani vlasnik stječe najmanje 10% udjela u temeljnom kapitalu trgovačkog društva, bez obzira na to je li riječ o ulaganju rezidenta u inozemstvo ili nerezidenta u hrvatske rezidente. Istraživanje Hrvatske narodne banke o inozemnim izravnim ulaganjima započelo je 1997. godine kada su poduzeća obuhvaćena istraživanjem dostavila i podatke o izravnim vlasničkim ulaganjima za razdoblje od 1993. do 1996. godine.

Za isto razdoblje ne postoje podaci o zadržanoj dobiti i ostalom kapitalu izravnih ulaganja u koji se klasificiraju dužnički odnosi između povezanih rezidenata i nerezidenata. Izravna strana ulaganja dijele se na izravna ulaganja u poduzeće izravnog ulaganja, ulaganja u izravnog ulagača te ulaganja između horizontalno povezanih poduzeća. Izravna ulaganja u Hrvatsku najviše se odnose na ulaganja u financijske uslužne djelatnosti, isključujući ulaganja u osiguranje i mirovinske fondove (Grafikon 9).

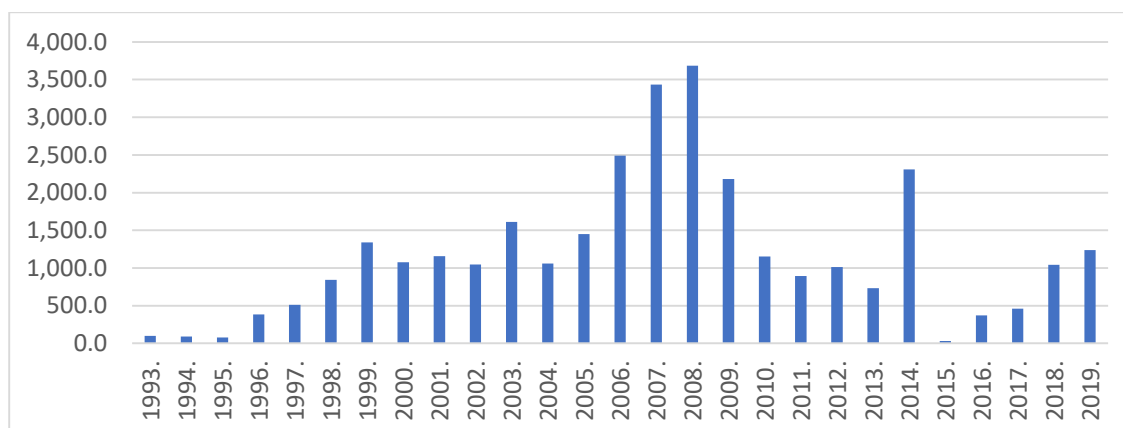
Grafikon 9. Struktura izravnih stranih ulaganja prema NKD (2007) djelatnostima, 1993.-2019.



Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja> [10. srpnja 2020.]

Na grafikonu 10 prikazana su izravna strana ulaganja u Hrvatsku za razdoblje od 1993. do 2019. godine, u milijunima eura. Od 1993. do 1996. godine primjećuje se vrlo mali iznos izravnih stranih ulaganja u Hrvatsku, no 1996. godine počinju veći priljevi od izravnih stranih ulaganja i taj trend se nastavlja (s blagim padovima pojedinih godina) do 2008. godine nakon koje je uslijedila globalna financijska kriza te izravna strana ulaganja u Hrvatsku u 2009. godini znatno padaju u odnosu na prethodne godine. Od 2010. godine do 2013. godine Hrvatska bilježi kontinuirani pad izravnih stranih ulaganja, međutim 2014. godine zabilježava se iznenadni rast. 2015. godine izravna strana ulaganja ponovo padaju te od 2016. do 2019. godine polako opet rastu. Iz priloženog grafikona može se zaključiti kako je Hrvatska u razdoblju financijske liberalizacije privukla mnoga izravna strana ulaganja zahvaljujući kojima je uspjela unaprijediti nacionalni financijski, a ponajviše bankovni sustav.

Grafikon 10. Inozemna izravna ulaganja u Hrvatsku od 1993. do 2019. godine u milijunima eura



\*Napomena: Podaci za 2019. godinu su preliminarni podaci

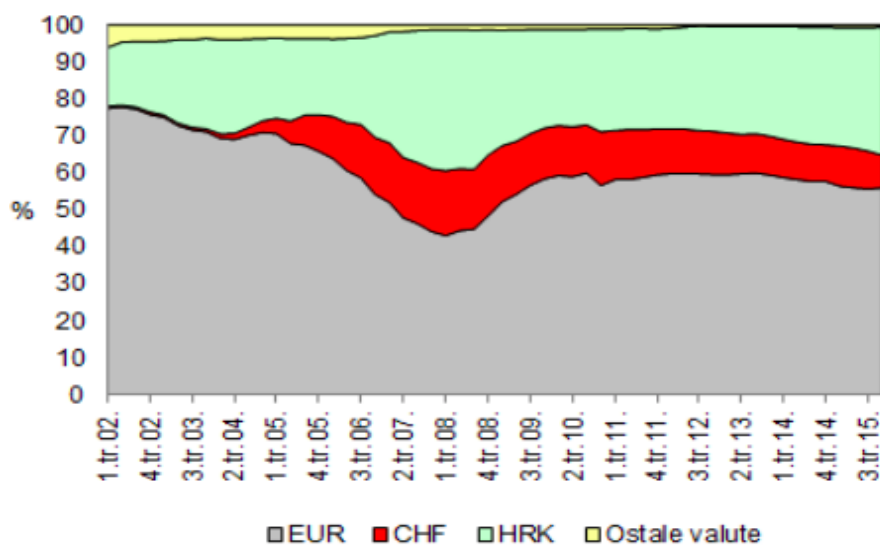
Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja> [10. srpnja 2020.]

## 5.2. Negativni učinci financijske liberalizacije u Hrvatskoj

Iako su procesi interne i eksterne financijske liberalizacije Hrvatskoj donijeli brojne prednosti, postoji i mnogo negativnih efekata ovih procesa koji su utjecali na financijski i ekonomski napredak zemlje. Veliki priljevi stranog kapitala i visoki stupanj euroizirane štednje domaćeg stanovništva doveli do situacije manjka kunske likvidnosti u bankovnom sustavu što je impliciralo odobravanje kredita iz inozemnih izvora financiranja. Banke su pri tome, kako bi se zaštitile od valutnog rizika, odobravale kredite s valutnom klauzulom što je dužnike izložilo valutno induciranom riziku i kumuliralo dug sektora stanovništva i poduzeća denominiran u stranoj valuti (najviše u euru). Problem zaduživanja u stranoj valuti je činjenica da stanovništvo i poduzeća koja su primala kredite denominirane u stranoj valuti nisu imala devizne izvore prihoda što je pogodovalo stvaranju valutno induciranog rizika.

Slika 2 prikazuje valutnu strukturu kreditnih plasmana drugih monetarnih financijskih institucija (kreditnih institucija i novčanih fondova) te je jasno vidljivo kako je većinski dio ovih plasmana u promatranom razdoblju denominiran u euru, a zatim slijede hrvatska kuna te švicarski franak.

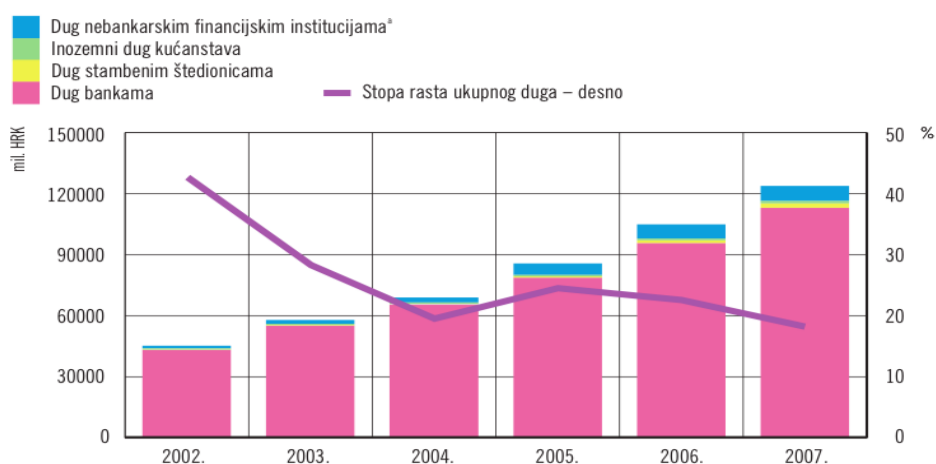
Slika 2. Dug kućanstava u Republici Hrvatskoj od 2002. do 2007. godine, u milijunima kuna



Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/rizici-za-potrosaca-u-kreditnom-odnosu> [10. srpnja 2020.]

Na slici 3 prikazan je dug sektora kućanstava u razdoblju od 2002. do 2007. godine. Ovo razdoblje obilježeno je značajnom deregulacijom hrvatskog bankovnog sustava i povoljnim uvjetima kreditiranja stanovništva.

Slika 3. Dug sektora kućanstava prema institucijama, u milijunima kuna, 2002.-2007. godina



\* Dug je kućanstva prema društvima za lizing, društvima za osiguranje i štedno-kreditnim zadrugama procijenjen

\*Napomena: Podaci su analizirani isključivo za navedeno razdoblje zbog njihove dostupnosti.

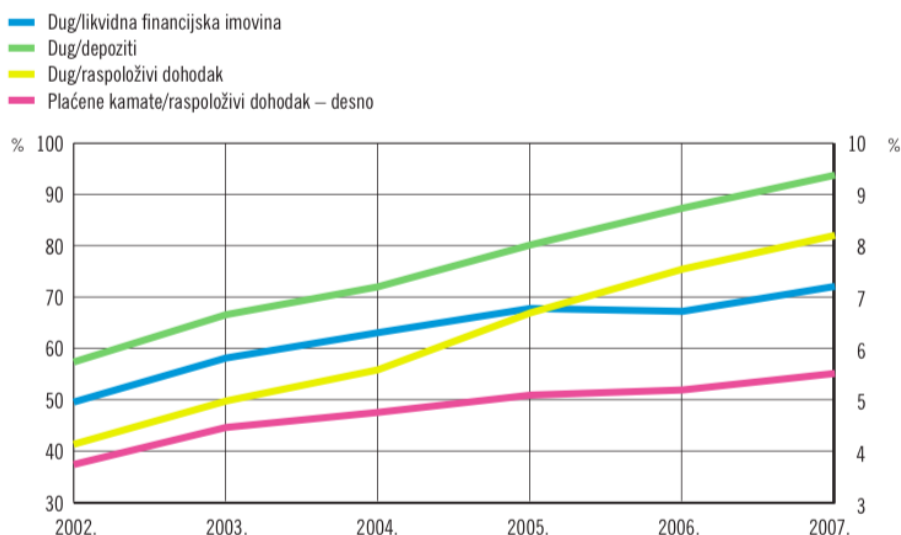
Izvor: Hrvatska narodna banka, <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> [10. srpnja 2020.]

Zbog kreditne ekspanzije potaknute viškovima likvidnosti i nepostojanjem strogih restrikcija i kontrola glede kreditnih plasmana u hrvatskom bankovnom sustavu došlo je do značajnog kumuliranja duga sektora stanovništva prema bankama.

U razdoblju kada je financijska liberalizacija u Hrvatskoj bila najistaknutija, dug stanovništva rastao je iz godine u godinu sve do 2007. godine kada je Hrvatska narodna banka određenim mjerama odlučila ograničiti rast kreditnih plasmana banaka. Porast duga sektora kućanstva znatno je premašio procijenjeni rast raspoloživog dohotka kućanstava što je mnoge pojedince dovelo do situacije nelikvidnosti.

Na slici 4 prikazan je teret duga sektora kućanstava i jasno se uočava trend rasta od 2002. do 2007. godine. Rast duga u odnosu na raspoloživi dohodak kućanstava predstavlja veliki problem kada se radi o pitanju otplate postojećih dugova, odnosno anuiteta kredita dužnika. Ukoliko raspoloživi dohodak nije dostatan za otplatu duga i podmirenje ostalih životnih potreba, dužnik se nalazi u situaciji nelikvidnosti i nesolventnosti što predstavlja gubitak za banku, tj. vjerovnika.

Slika 4. Omjer duga i raspoloživog dohotka sektora kućanstava od 2002. do 2007. godine



\*Napomena: Podaci su analizirani isključivo za navedeno razdoblje zbog njihove dostupnosti.

Izvor: Hrvatska narodna banka, <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> [10. srpnja 2020.]



Izražen priljev stranog kapitala krajem 1990-ih i početkom 2000-ih godina stvorio je aprecijacijske pritiske na hrvatsku kunu što je otežalo otplaćivanje kumuliranog duga u razdoblju deprecijacije hrvatske kune. Aprecijacijski pritisci također su negativno djelovali na konkurentnost hrvatskog izvoza što je posljedično negativno utjecalo na hrvatski BDP.

Prema Ivanov (2011, str. 15) Hrvatska je zbog efekta uvezene likvidnosti zabilježila relativno veće stope rasta od 2002. godine do prve polovice 2007. godine te povećanje bogatstva i životnog standarda dijela stanovništva, ali istodobno je zabilježila raslojavanje u društvu s podjelom na bogate i siromašne, uz nedostajanje srednje klase. Autorica također ističe kako su se banke svojim kreditnim politikama primarno orijentirale kreditiranju potrošnje stanovništva te poticanju uvoza automobila, trajnih dobara, kao i kreditiranju kupovine robe široke potrošnje što je dovelo do sustavnog dugogodišnjeg zanemarivanja domaće proizvodnje. Ovim zanemarivanjem domaće proizvodnje Hrvatska se dovela u situaciju nemogućnosti financiranja domaće proizvodnje na domaćem tržištu te nemogućnosti povećanja vlastite konkurentske prednosti na domaćem i inozemnom tržištu. Razlog tome je što strani kapital koji je investiran u Hrvatsku nikada nije bio namijenjen financiranju domaće proizvodnje, već je fokus interesa bio na aktivnostima koje ne predstavljaju konkurenciju međunarodno razmjenjivoj robi i uslugama inozemnog porijekla. Inozemno dužničko financiranje i izravna strana ulaganja usmjerila su se u financijsko posredovanje, trgovinu i telekomunikacijski sektor, kao i izgradnju stambenih i drugih nekretnina. Prema autorici, na ovaj je način izgrađen atipičan i dugoročno neodrživ model privređivanja koji se temelji na potrošnji, trgovini i uvozu, umjesto na štednji, investicijama, proizvodnji i izvozu. Upravo zbog svega navedenog 2009. i 2010. godine Hrvatska je zabilježila negativne stope rasta i značajan rast nezaposlenosti koji su otkrili strukturne probleme akumulirane od početka ekonomske i monetarne neovisnosti, ali koji su bili „zamagljeni“ zbog dotoka uvezene likvidnosti.

Uz kreditnu ekspanziju i kumuliranje inozemnog duga, javljaju se još neke negativne posljedice provedbe interne i eksterne financijske liberalizacije u Hrvatskoj. Budući da je strani kapital bio namijenjen ponajviše sektoru kućanstava, poduzeća su imala rigoroznije mjere prilikom procesa odobravanja kredita. Kako bi izbjegla stroge restrikcije i nepovoljne uvjete kreditiranja, poduzeća su se okrenula kreditiranju u inozemstvu, direktno kod banki

majki onih banaka čije su podružnice poslovale u Hrvatskoj. Na ovaj način došlo je do znatnog rasta inozemnog duga Hrvatske te su se poduzeća u godinama krize i materijalizacije rizika dovela u vrlo teške pozicije glede otplate postojećih, najčešće dugoročnih kredita.

### **5.3. Komparativna analiza učinaka financijske liberalizacije u Hrvatskoj i izabranim zemljama u razvoju**

Hrvatska je, upravo kao i mnoge druge zemlje u razvoju, iskusila brojne promjene unutar nacionalnog financijskog sustava zbog procesa financijske liberalizacije. Općenita deregulacija financijskog sustava jedna je od glavnih značajki financijske liberalizacije koja je osjetno utjecala kako na Hrvatsku, tako i na druge zemlje u razvoju. U sklopu deregulacije bankovnog sustava i otvaranja kapitalnog računa, odnosno oslobađanja kapitalnih tokova, došlo je do značajnog porasta broja stranih banaka u nacionalnim sustavima. Strane banke su, uz veliko kapitalno i likvidno pokriće, nudile povoljnije uvjete kreditiranja stanovništvu zemalja u razvoju. Karakteristika stanovništva zemalja u razvoju niski je ili srednji dohodak, nerazvijenost financijskog sustava te nizak do srednji životni standard, mjereno BDP-om per capita. Ova obilježja stranim bankama predstavljala su priliku i mogućnost plasmana stambenih, ali i drugih vrsta kredita, budući da stanovništvo zemalja u razvoju nije bilo u mogućnosti samostalno investirati u rješavanje stambenog pitanja. Brojne su zemlje iskusile kreditnu ekspanziju upravo zbog učinaka deregulacije bankovnog sustava, odnosno ublažavanja ograničenja glede kreditnih plasmana. Razlika između efekata deregulacije na pojedine zemlje vidljiva je u obujmu kreditnih plasmana te u sektoru kojem su krediti bili usmjereni, ali utjecaj u smislu rasta broja odobrenih kredita nedvojbena je.

U kontekstu usporedbe Hrvatske s ostalim izabranim zemljama, može se uočiti kako je u svim izabranim zemljama 2005. godine postotak stranih banaka bio veći nego što je bio 1995. godine, upravo zbog procesa financijske liberalizacije i deregulacije bankovnog sustava. Hrvatska je, kao i ostale izabrane zemlje u razvoju, također zabilježila porast udjela stranih banaka izazvan procesima financijske liberalizacije. 1995. godine u Hrvatskoj je postotak stranih banaka iznosio svega 6%, dok je već 2005. godine taj udio iznosio 33% što predstavlja

značajan porast. Općenita posljedica financijske liberalizacije s aspekta porasta broja stranih banaka, odnosno udjela stranih banaka u izabranim zemljama u razvoju ogleda se i u drugim ranije spomenutim zemljama. Bugarska, upravo kao i Bosna i Hercegovina bilježe veliki porast udjela stranih banaka u razdoblju od 1995. i 2005. godine kada je proces financijske liberalizacije bio vrlo izražen. 1995. godine u Bugarskoj udio stranih banaka iznosio je 22%, dok je 2005. godine taj postotak iznosio čak 69%.

Nedvojbeno je kako je proces financijske liberalizacije i deregulacije bankovnog sustava bio popraćen trendom ulaska stranih banaka u bankovne sustave zemalja u razvoju, a taj trend izrazito je bio naglašen u istočnoeuropskim zemljama te u azijskim zemljama u razvoju. Iako je ulazak stranih banaka u Hrvatsku većinski unaprijedio njezin financijski i bankovni sustav, ovim trendom zemlje u razvoju izložile su se vanjskim šokovima, hazardom i špekulativnom ponašanju banaka te ranjivosti bankovnog sustava.

Uz ulazak stranih banaka, Hrvatska i ostale zemlje u razvoju procesom financijske liberalizacije bilježe značajan priljev izravnih stranih ulaganja od kraja devedesetih godina 20. stoljeća do globalne financijske krize kada je proces financijske liberalizacije bio najizraženiji u zemljama u razvoju. Razlozi zbog kojih su zemlje u razvoju u navedenom razdoblju predstavljale priliku za izravna strana ulaganja upravo su neiskorištenost dostupnih i slobodnih resursa koje su navedene zemlje posjedovale te nezasićenost tržišta, same financijske industrije te financijskih tržišta. Zemlje u razvoju predstavljale su izvrsnu priliku za ulazak stranih institucija u nacionalne sustave budući da su mogle očekivati veliku potražnju za svojim proizvodima i uslugama. Izravna strana ulaganja u financijske sustave zemalja u razvoju zapravo su izravna posljedica deregulacije tržišta kapitala i bankovnih sustava tih zemalja.

Mnoga izravna strana ulaganja zemljama u razvoju donijela su mogućnost za unapređenje gospodarskog sektora i nacionalnih financijskih sustava. U istočnoeuropske zemlje u razvoju, što je slučaj i s Hrvatskom, najviše se ulagalo u financijski sektor, telekomunikacijsku industriju, uslužni sektor te automobilsku industriju. Izravna strana ulaganja su, osim što predstavljaju dugoročan izvor kapitala, prilika za rast produktivnosti i zaposlenosti u zemlji primatelja ovih ulaganja. Pomoću izravnih stranih ulaganja dolazi do prijenosa različitih

poslovnih znanja i vještina iz zemlje investitora u zemlju primatelja izravnih stranih ulaganja. Hrvatska je, kao i navedene zemlje u razvoju, upravo zahvaljujući izravnim stranim ulaganjima, uspjela razviti potrebne organizacijske poslovne vještine u privatnom financijskom sektoru. Prenesena znanja i vještine utječu i na konkurentnost financijskog sustava u cjelini te predstavljaju priliku za gospodarski napredak i implementaciju stečenih znanja u nacionalni financijski i gospodarski sustav.

Izravna strana ulaganja u Hrvatsku u prosjeku se kreću kao i izravna strana ulaganja u ostale izabrane zemlje u razvoju te ona prosječno u razdoblju od 1990. do 2009. godine ne prelaze 10% BDP-a pojedine zemlje. Mađarska i Bugarska su zemlje u razvoju koje predstavljaju iznimku glede izravnih stranih ulaganja. Ove zemlje u razdoblju od 2004. do 2008. godine dosežu vrlo visoke udjele izravnih stranih ulaganja u BDP-u. Hrvatska i ostale izabrane zemlje u razvoju procesom financijske liberalizacije privukle su mnoge inozemne investitore i na taj su način osigurale gospodarski napredak u razdoblju prije globalne financijske krize koji pojedinačno (same) zasigurno ne bi bile u mogućnosti postići.

Uz ulazak stranih banaka i izravna strana ulaganja, postoje mnoge druge sličnosti između utjecaja procesa financijske liberalizacije na Hrvatsku i na zemlje u razvoju. Hrvatska je, zahvaljujući globalizaciji financijskog sustava i deregulaciji bankovnog sektora te tržišta kapitala, podigla razinu financijske pismenosti i financijske uključenosti stanovništva. Do ove pojave došlo je u gotovo svim zemljama u razvoju što se može objasniti većom ponudom proizvoda i usluga financijskog sektora te bržim protokom informacija. Informatizacija financijskih sustava pogodovala je većoj dostupnosti informacija i podataka koji su potrošačima detaljnije opisali proizvode i usluge koje su različite financijske institucije nudile. Stanovništvu zemalja u razvoju je, nakon ulaska stranih banaka i prijenosa suvremenih financijskih i bankovnih trendova, mnoštvo financijskih proizvoda i usluga postalo dostupnije nego što je to bilo prije navedenih procesa. Decentralizacija bankovnog sustava pružila je priliku stanovništvu diljem cijele zemlje da sudjeluje u digitalnom obliku obavljanja transakcija što je dovelo do većeg standarda financijske uključenosti u zemljama u razvoju.

Osim decentralizacije bankovnog sustava, zbog većeg broja stranih banaka u Hrvatskoj i drugim navedenim zemljama razvio se svojevrsan asortiman financijskih proizvoda i usluga

između kojih su potrošači mogli birati. Budući da više nisu bili ograničeni na samo jedan ili nekoliko finansijskih proizvoda i usluga, potrošači su odlučili više sudjelovati te iskorištavati mogućnosti koje im je razvijeniji finansijski i bankovni sustav pružao. Upravo zbog navedenih činjenica, porasla je finansijska uključenost stanovništva u razvoju, ali i zadovoljstvo korištenja usluga zbog njihove jednostavnosti i prilika koje su se pružale njihovim korištenjem. Zemlje u razvoju su pomoću digitalnog bankarstva (koje su u njihove sustave uvele strane banke) dobile priliku sudjelovati u kupovini putem interneta što je predstavilo značajan pomak od tradicionalne kupovine. Na ovaj način potrošačima se pružila prilika izbora u odabiru proizvoda za konzumaciju što je također dovelo do porasta životnog standarda mnogih zemalja u razvoju.

U tablici 3 prikazan je udio depozita finansijskog sustava u BDP-u izabраниh zemalja u razvoju 2008. godine u odnosu na 1998. godinu. Pojavom finansijskih institucija u većinskom stranom vlasništvu, stanovništvo brojnih zemalja u razvoju odlučilo se na otvaranje računa u finansijskoj instituciji i polaganja novca na isti umjesto držanja novca u obliku gotovine. Rast depozita u finansijskom sustavu doveo je do veće likvidnosti samih finansijskih sustava te se stvorila prilika za veći obujam kreditiranja stanovništva i poduzeća. Hrvatska je kao mnoge druge zemlje u razvoju zabilježila značajan rast depozita u finansijskom sustavu uzrokovano procesom finansijske liberalizacije. 1998. godine udio depozita u BDP-u Hrvatske iznosio je 30,29%, dok je 2008. godine taj iznos bio gotovo 60% BDP-a.

Porast depozita u finansijskim institucijama zemalja u razvoju označava rast finansijske uključenosti stanovništva tih zemalja te predstavlja napredak i razvoj zemlje. Ostale europske izabrane zemlje u razvoju također bilježe značajne poraste depozita u finansijskim institucijama u ovom ključnom desetogodišnjem razdoblju tijekom kojeg je finansijska liberalizacija bila izražena. Argentina, Malezija, Meksiko i Tajland zemlje su u kojima je u promatranom razdoblju došlo do smanjenja količine depozita u finansijskom sustavu što se može pripisati nepovjerenjem u bankovni pa i finansijski sustav nakon kriznih razdoblja koja su zahvatila navedene zemlje.

Tablica 3. Udio depozita finansijskog sustava u BDP-u izabраниh zemalja 1998. i 2008. godine

<b>Zemlja</b>	<b>1998.</b>	<b>2008.</b>
Argentina	21,12	16,54
Bangladeš	20,15	40,71
Bosna i Hercegovina	1,94	36,70
Brazil	34,77	54,51
Bugarska	17,63	51,26
Hrvatska	30,29	59,71
Mađarska	35,75	46,05
Malezija	105,32	100,74
Meksiko	23,05	21,28
Turska	20,03	39,38
Tajland	99,98	87,51

Izvor: The World Bank, Global Findex Database (2017), dostupno na: <https://globalfindex.worldbank.org/>, [10. srpnja 2020.]

Uz povećanu financijsku pismenost i financijsku uključenost, Hrvatska te ostale zemlje u razvoju također bilježe razvoj nacionalnih tržišta kapitala što je djelomično rezultat same liberalizacije financijskih sustava, a djelomično procesa privatizacije koji su se paralelno odvijali. Razvoj tržišta kapitala pruža brojne pogodnosti za poduzeća i stanovništvo zemalja u razvoju te zasigurno doprinosi financijskoj uključenosti i gospodarskom razvoju.

## 6. ZAKLJUČAK

Proces financijske liberalizacije na mnoge je načine utjecao na financijske sustave zemalja u razvoju. Deregulacijom nacionalnih financijskih sustava i otvaranjem kapitalnih računa zemlje u razvoju postale su privlačne inozemnim ulagateljima te su ubrzo kumulirale velike količine izravnih stranih ulaganja pomoću kojih su razvile različite sektore. Izravna strana ulaganja u zemlje u razvoju odnosila su se na uslužni sektor, proizvodni sektor, telekomunikacijski sektor, ali ponajviše na financijsku industriju. Ulaganjem u financijski sektor zemalja u razvoju poboljšala se financijska pismenost i financijska uključenost stanovništva tih zemalja što je rezultiralo većom količinom depozita u njihovim financijskim sustavima. Strane banke koje su ušle u nacionalne financijske sustave donijele su brojne pogodnosti za potrošače. Veći izbor financijskih proizvoda i usluga te blaži uvjeti kreditiranja omogućili su mnogim pojedincima novčana sredstva za rješavanje stambenog pitanja, a poduzetnicima sredstva za daljnje ulaganje i financiranje poduzetničkih poduhvata. Nadalje, mnoge zemlje u razvoju nisu imale pristup inovativnim i suvremenim tehnološkim rješenjima za njihove poslovne sustave što je procesom financijske liberalizacije omogućeno. Uz tehnološki napredak i konstantnu implementaciju novostečenih poslovnih vještina strane su banke unaprijedile nacionalne bankovne sustave zemalja u razvoju te podigle njihove standarde.

Uz brojne pozitivne učinke, financijska liberalizacija imala je i negativne efekte na ekonomske sustave zemalja u razvoju. Uz veliki broj stranih banaka i povećanu financijsku uključenost stanovništva, u mnogim zemljama u razvoju došlo je do pojave viškova likvidnosti u financijskom sustavu. Kako bi se izbjegao oportunitetni trošak, poslovne banke viškove likvidnosti plasirale su po izrazito povoljnim uvjetima za potrošače izlažući se tako brojnim rizicima koji su se u kriznim razdobljima materijalizirali što je destabiliziralo bankovne, ali i financijske sustave tih zemalja. Uz kreditnu ekspanziju porasla je i potražnja za imovinom što je u konačnici u mnogim zemljama uzrokoval stvaranje balona cijena imovine čije pucanje ima negativne posljedice za ekonomiju. Uz pojavu balona cijena imovine te pretjeranu kreditnu ekspanziju, negativni učinci financijske liberalizacije ogledaju se i u pretjeranoj deregulaciji bankovnih sustava i tržišta kapitala koja je u mnogim zemljama izazvala hazardno i špekulativno ponašanje što je izazvalo različite manje nacionalne krize.

Iako je proces finansijske liberalizacije zemljama u razvoju donio brojne pogodnosti, on je zasigurno izazvao ranjivost njihovih finansijskih sustava i izložio ih vanjskim šokovima. Zaključno, finansijska liberalizacija ne bi trebala biti popraćena visokim stupnjem deregulacije nacionalnih finansijskih sustava. Kako bi se izbjegli negativni učinci na pojedince i zajednicu općenito te kako bi se izbjegla pojava alternativnih ekonomskih noviteta poput razvoja bankarstva u sjeni, potrebno je pratiti i zadovoljiti potrebe stanovništva za finansijskim proizvodima i uslugama kako bi se osigurala dugoročna stabilnost finansijskog sustava na globalnoj razini.



## POPIS LITERATURE

1. Akyüz, Y. (1993) *Financial Liberalization: The Key issues*, No. 56, Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
2. Alfaro, L., Charlton, A. (2006) *Growth and the Quality of Foreign Direct Investment: Is All FDI Equal*, No. 07-072. Dostupno na:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=981163#PaperDownload](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981163#PaperDownload) [13. svibnja 2020.]
3. Arbatli, E. (2011) *Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economies*, WP/11/192, IMF Working Paper, Middle East and Central Asia Department, International Monetary Fund.
4. Arestis, P., Caner, A. (2004) *Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence*, Working Paper No. 411, The Levy Economics Institute of Bard College, New York.
5. Babić, A. (2002) *Liberalizacija kapitalnih i financijskih transakcija u Hrvatskoj*, Ekonomski pregled, Vol. 53, No. 5-6, str. 419-449.
6. Bacchetta, P. i Wincoop, E. (1998) *Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, overshooting, and Volatility*, NBER Working Papers No. 6530, National Bureau of Economic Research.
7. Barrell, R., Karim, D., Ventouri, A. (2013), *Financial Liberalization and Capital Adequacy in Models of Financial Crises*, Working Paper N. 13-06. Dostupno na:  
<https://www.brunel.ac.uk/economics-and-finance/research/pdf/1306.pdf> [13. svibnja 2020.]
8. Beck, T., Casu, B. (2016) *The Palgrave Handbook of European Banking*, London: Palgrave Macmillan.
9. Bekaert, G., Harvey C. R., Lundblad, C. (2000) *Emerging Equity Markets and Economic Development*, NBER Working Paper Series, No. 7736. Dostupno na:  
<https://www.nber.org/papers/w7763.pdf> [13. svibnja 2020.]
10. Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. (2004) *Growth Volatility and Financial Liberalization*, NBER Working Paper Series, No. 10560. Dostupno na:  
<https://www.nber.org/papers/w10560.pdf> [13. svibnja 2020.]

11. Bloningen, B. A. (2005) *A review of the empirical literature on FDI determinants*, NBER Working Papers, Atlantic Economic Journal, No. 11299, str. 383.-403., Cambridge.
12. Bogdan, Ž. (2009) *Utjecaj FDI-ja na gospodarski rast europskih tranzicijskih zemalja*, Serija članaka u nastajanju, No. 06., EFZG Working Paper Series, Ekonomski fakultet Zagreb.
13. Bonfiglioli, A. (2005) *How Does Financial Liberalization Affect Economic Growth*, Seminar paper No. 736, Stockholm: Stockholm University, Institute for International Economic Studies.
14. Broner, F., Ventura, J. (2010) *Rethinking the effects of financial liberalization*, Economics Working Papers, No. 1128.
15. Chandrasekhar, C.P. (2004) *Financial liberalization and the macroeconomics of poverty reduction*, Thematic Summary of Financial Liberalization for the Asia-Pacific Programme on the Macroeconomics Poverty Reduction, United Nations Development Programme
16. Chowdhury, A. (2010) *Financial Sector Regulation in Developing Countries: Reckoning after the crisis*, University of Western Sydney, Australia. Dostupno na: [http://networkideas.org/featart/feb2010/Anis\\_Chowdhury.pdf](http://networkideas.org/featart/feb2010/Anis_Chowdhury.pdf) [30. lipnja 2020.]
17. Demirguc-Kunt, A. i Detragiache, E. (1998) *Financial Liberalization and Financial Fragility*, IMF Working Paper, International Monetary Fund.
18. Derado, D. (2009) *Financijska integracija i financijska kriza: Hrvatska na putu prema ekonomskoj i monetarnoj uniji*, Financijska teorija i praksa, Vol. 33, No. 3, str. 303-333.
19. Edison, H. J., Levine R., Ricci, L., Slok, T. (2002) *International Financial Integration and Economic Growth*, NBER Working Paper Series, No. 9164. Dostupno na: <https://www.nber.org/papers/w9164.pdf> [13. svibnja 2020.]
20. Ellis, K. (2007) *Is financial liberalisation enough to promote financial inclusion?*, Overseas Development Institute, London.
21. Fratzscher, M., Bussiere, M. (2004) *Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?*, European Central Bank, No. 348.
22. Gelb S., Calabrese L., Tang X. (2017) *Foreign direct investment and economic transformation in Myanmar*, ODI's Supporting Economic Transformation programme, UK.
23. Ghosh, J. (2005) *The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries*, DESA Working Paper, No. 4, ST/ESA/2005/DWP/4.

24. Grgić, M., Bilas, V., Šimović, H. (2006) *Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske unije*, Serija članaka u nastajanju, No. 14., str. 1-22.
25. Hamood M. A. S., Pandurengan M. M., Kalam K. K. (2018) *Foreign Direct Investment in Malaysia*, British Journal of Business Design & Education, Vol 11, No 01, Coventry University, UK.
26. Hanson, G. H. (2001) *Should countries Promote Foreign Direct Investment*“, Journal of Development Economics 42, str. 51-74.
27. Honohan, P. (2000) *How Interest Rates Changed under Financial Liberalization*, Policy Research Working Paper 2313, The World Bank: Development Research Group.
28. Hrvatska narodna banka, Analize i publikacije, dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> [10. srpnja 2020.]
29. Hrvatska narodna banka, Statistika, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulanjanja> [10. srpnja 2020.]
30. Hrvatska narodna banka, Zaštita potrošača, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/rizici-za-potrosaca-u-kreditnom-odnosu> [10. srpnja 2020.]
31. Ivanov, M. (2011) *Zamke eksterne financijske liberalizacije – pogled iz perspektive monetarnog sustava i modela privređivanja u Hrvatskoj*, Ekonomija/Economics, 18, str. 579-608.
32. Ivanov, M. i Stojanović, A. (2003) *Globalisation and International Financial Architecture*, Globalization and Entrepreneurship: Fears, Challenges and Opportunities, Pula: Fakultet ekonomije i turizma, Hrvatska.
33. Jones, G. (2016) *Banking Crises*, London: Palgrave Macmillan.
34. Jurčić, Lj., Vojnić, D. (2009) *QUO VADIS CROATIA - Neke karakteristike momenta razvoja u svijetlu turbulentnih događanja u zemlji i svijetu – Kako dalje? – Hrvatska na putu u Europsku uniju -*, Ekonomski pregled, Vol. 60, No. 12, str. 754-787.
35. Kaminsky, G. L., Schmukler, S. L. (2003) *Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization*, IMF Working Paper WP/03/34, Washington, DC: International Monetary Fund.
36. Kesner-Škreb, M. (2004) *Washingtonski konsenzus*, Financijska teorija i praksa, Vol. 28, No. 2, str. 251-254

37. Lipsey, R. E. (2002) *Home and Host Country Effects of FDI*, NBER Working Paper Series, No. 9293. Dostupno na: <https://www.nber.org/papers/w9293.pdf> [13. svibnja 2020.]
38. Litsareva, E. (2017) *Success Factors of Asia-Pacific Fast-Developing Regions'* *Technological Innovation Development and Economic Growth*, International Journal of Innovation Studies, Vol. 1, No. 1, str. 72-88. Dostupno na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2096248718300079> [25. lipnja 2020.]
39. Loungani, P., Razin, A. (2001) *How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?* Finance & Development, A quarterly magazine of the IMF, International Monetary Fund, Vol. 38, No. 2.
40. Lovrinović, I. (2015) *Globalne financije*, Zagreb: ACCENT d.o.o.
41. Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009) *Monetarna politika*, Zagreb: RRIF plus d.o.o.
42. Minsky, H. P. (1975) *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York.
43. Mirza, H. (2000) *The Globalization of Multinational Enterprise Activity and Economic Development*, str. 202-224., University of Bradford, Bradford, UK.
44. Mishkin, F.S. (2016) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 11th edition, Harlow: Pearson Education Limited.
45. Pavlinek, P. (1998.) *Foreign Direct Investment in the Czech Republic*, The Professional Geographer, Volume 50, Number 1, str. 71-85. University of Nebraska, Omaha.
46. Prasad, E., Rogoff, K., Wei S.J., Kose, M.A. (2003) *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Board Document, Washington DC.
47. Puschmann, T. (2017) *Fintech, Business & Information Systems Engineering*, The International Journal of Wirtschaftsinformatik, Vol. 59, Issue 1, No 5, 69-76.
48. Reinhart, C. M., Tokatlidis, I. (2005) *Before and After Financial Liberalization*, MPRA Paper No. 6986, University of Maryland. Dostupno na: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/6986/1/MPRA\\_paper\\_6986.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/6986/1/MPRA_paper_6986.pdf) [17. lipnja 2020.]
49. Rousseau, P. L., Sylla, R. (2001) *Financial Systems, Economic Growth, and Globalization*, NBER Working Paper Series, No. 8323, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
50. Sarma, M., Pais, J. (2010) *Financial Inclusion and Development*, Journal of International Development, str. 613-628, New Delhi, India.

51. Singh, K. (2010) *Emerging markets consider capita controls to regulate speculative capital flows*, VOX.EU. Dostupno na: <https://voxeu.org/article/capital-controls-and-crisis-emerging-markets> [15. srpnja 2020.]
52. Sisek, B. (2005) *Strane izravne investicije u Hrvatskoj-uzroci neuspjeha*, Vol. 3, No. 1, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, str. 89-108.
53. The World Bank Databank, Global Financial Development, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development> [25. lipnja 2020.]
54. The World Bank Databank, Global Findex Database (2017), dostupno na: <https://globalfindex.worldbank.org/>, [20. lipnja 2020.]
55. The World Bank Databank, World Development Indicators, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> [20. lipnja 2020.]
56. Wyplosz, C. (2001) *How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?*, G-24 Discussion Paper Series, New York and Geneva: United Nations.

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Izravna strana ulaganja, priljevi (u % BDP-a) izabranih europskih zemalja u razvoju od 1990. do 2018. godine .....	15
Grafikon 2. Izravna strana ulaganja, priljevi (u % BDP-a) izabranih azijskih zemalja u razvoju .....	18
Grafikon 3. Udio stanovništva izabranih azijskih zemalja u razvoju koji je koristio digitalni oblik plaćanja u prethodnoj godini .....	24
Grafikon 4. Udio domaćih kredita financijskog sektora izabranih azijskih zemalja u razvoju u BDP-u tih zemalja.....	29
Grafikon 5. Postotak stranih banaka u ukupnom broju banaka odabranih zemalja u razvoju 1995. i 2005. godine.....	32
Grafikon 6. Udio nenaplativih kredita u ukupnom broju kredita odabranih zemalja u razvoju od 1998. do 2010. godine .....	33
Grafikon 7. Broj banaka u domaćem i stranom vlasništvu za RH od 1999. do 2018. godine..	43
Grafikon 8. Kretanje ukupnih likvidnih sredstava od 1993. do 2008. godine u Hrvatskoj, u milijunima kuna.....	45
Grafikon 9. Struktura izravnih stranih ulaganja prema NKD (2007) djelatnostima, 1993.-2019. ....	46
Grafikon 10. Inozemna izravna ulaganja u Hrvatsku od 1993. do 2019. godine u milijunima eura .....	47

## POPIS SLIKA

Slika 1. Indeks kretanja cijena nekretnina u odabranim zemljama u razvoju .....	36
Slika 2. Dug kućanstava u Republici Hrvatskoj od 2002. do 2007. godine, u milijunima kuna	48
Slika 3. Dug sektora kućanstava prema institucijama, u milijunima kuna, 2002.-2007. godina .....	48
Slika 4. Omjer duga i raspoloživog dohotka sektora kućanstava od 2002. do 2007. godine ..	49

## POPIS TABLICA

Tablica 1. Udio stanovništva odabranih zemalja u razvoju koji posjeduje račun u financijskoj instituciji.....	21
Tablica 2. Značajke hrvatskog bankovnog sustava od 1993. do 1999. godine .....	43
Tablica 3. Udio depozita financijskog sustava u BDP-u izabranih zemalja 1998. i 2008. godine .....	54

## **ŽIVOTOPIS AUTORICE**

Marcela Dumančić rođena je 12. prosinca 1996. godine u Zagrebu gdje je završila osnovnu školu i XVI. Gimnaziju. 2015. godine upisala je Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu, a 2018. godine odabire smjer Financije. Aktivno koristi engleski, a pasivno njemački jezik. Za vrijeme studija bila je demonstratorica na Katedri za organizaciju i menadžment te na Katedri za makroekonomiju i gospodarski razvoj.