

# Utjecaj financijske liberalizacije i globalizacije na ekonomski rast i razvoj

---

Lorković, Filip

Master's thesis / Diplomski rad

2021

*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:148:264247>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-27**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - Financije**

**UTJECAJ FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE I  
GLOBALIZACIJE NA EKONOMSKI RAST I RAZVOJ**

Diplomski rad

**Filip Lorković**

**Zagreb, svibanj 2021.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - Financije**

**UTJECAJ FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE I  
GLOBALIZACIJE NA EKONOMSKI RAST I RAZVOJ  
THE EFFECT OF FINANCIAL LIBERALIZATION AND  
GLOBALIZATION ON ECONOMIC GROWTH AND  
DEVELOPMENT**

Diplomski rad

**Student: Filip Lorković**

**JMBAG studenta: 0067539231**

**Mentor: izv. prof. dr. sc. Ana Ivanišević Hernaus**

**Zagreb, svibanj 2021.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad / seminarski rad / prijava teme diplomskog rada 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 / prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada / prijave teme ne krši bilo čija autorska prava.

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

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(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.

---

(personal signature of the student)

---

(place and date)

## SAŽETAK

Financijska liberalizacija pojam je u ekonomiji koji se intenzivirao u posljednjih 50-ak godina. Ona obuhvaća uklanjanje ograničenja u poslovanju financijskih institucija i tržišta, kao i uklanjanje ostalih ograničenja koja se odnose na međunarodnu mobilnost kapitala, odnosno prekogranične transakcije po kapitalnom računu. U tom kontekstu često se kao posljedica financijske liberalizacije spominje globalizacija koja vodi prema integraciji i spajanju, odnosno brisanju granica između nacionalnih tržišta s ciljem stvaranja međunarodnih financijskih tržišta. Financijska liberalizacija sa sobom donosi niz koristi koje se očituju u razvoju financijskog sustava, velikih priljeva stranog kapitala, rastu štednje i investicija što su čimbenici koji generiraju gospodarski rast. Međutim, financijska liberalizacija sa sobom donosi i brojne rizike koji se u većoj mjeri odnose na zemlje u razvoju sa još nedovoljno razvijenom financijskom infrastrukturom. Osim toga, zemlje u razvoju privlačne su destinacije stranih investitora zbog mogućih visokih povrata u odnosu na razvijene zemlje što često dovodi do vrlo visokih priljeva kapitala. Pri tome velik udio u priljevu kapitalu čini špekulativni kapital koji je iznimno volatilno te može prouzrokovati neravnoteže u zemljama primateljicama kapitala pri čemu dolazi do bankovnih i valutnih kriza koje negativno utječu na stabilnost cijelog gospodarstva kao što je bio slučaj u azijskim zemljama poput Malezije, Tajlanda, Filipina, Južne Koreje i Indonezije 1997. godine. Hrvatska je pak primjer tranzicijske zemlje koja je ulaskom stranog kapitala u velikoj mjeri zanemarila domaću proizvodnju, investicije i izvoz, a favorizirale su se investicije u neproizvodne djelatnosti pri čemu je, uz realnu aprecijaciju kune, dodatno oslabljena konkurentnost izvoza. Općenito, zaključak je kako je financijska liberalizacija pozitivno utjecala na razvoj financijskih sustava i razvijenih i nerazvijenih zemalja kroz dostupnije i povoljnije financijske usluge što se u konačnici odrazilo na porast odrednica BDP-a poput investicija i potrošnje, a samim time i na porast BDP-a. S druge strane, financijska liberalizacija pokazala kao vrlo zahtjevan zadatak koji iziskuje strukturno, temeljito i plansko provođenje reformi pri čemu se vrlo često kao negativna posljedica javlja pretjerana deregulacija financijskih institucija. Posljedica toga jest veće preuzimanje rizika financijskih institucija, a upravo je to bio jedan od glavnih uzroka globalne ekonomske i financijske krize 2008. godine kojom su bile zahvaćene gotovo sve zemlje svijeta.

**Ključne riječi:** financijska liberalizacija, gospodarski rast, globalizacija, financijski sustav

## **ABSTRACT**

Financial liberalization is a term in the economy that has intensified in the last 50 years or so. It includes the removal of restrictions on the operations of financial institutions and markets, as well as the removal of other restrictions related to international capital mobility, ie cross-border capital account transactions. In this context, as a consequence of financial liberalization, globalization is often mentioned, which leads to integration and merging, ie the erasure of borders between national markets with the aim of creating international financial markets. Financial liberalization brings with it a number of benefits that are manifested in the development of the financial system, large inflows of foreign capital, the growth of savings and investment, which are factors that generate economic growth. However, financial liberalization also brings with it a number of risks that are more related to developing countries with still underdeveloped financial infrastructure. In addition, developing countries are attractive destinations for foreign investors due to possible high returns compared to developed countries, which often leads to very high capital inflows. At the same time, a large share in capital inflows is speculative capital, which is extremely volatile and can cause imbalances in recipient countries, as well as currency and banking crises that negatively affect the stability of the entire economy as was the case in Asian countries such as Malaysia, Thailand, the Philippines, South Korea and Indonesia in 1997. Croatia, on the other hand, is an example of a transition country which, with the entry of foreign capital, largely neglected domestic production, investments and exports, and favored investments in non-productive activities, with the real appreciation of the kuna further weakening the competitiveness of exports. In general, the conclusion is that financial liberalization has had a positive impact on the development of financial systems in both developed and developing countries through more accessible and affordable financial services, which ultimately reflected in growth of GDP determinants such as investments and consumption, and thus GDP growth. On the other hand, financial liberalization has proven to be a very demanding task that requires structural, thorough and planned implementation of reforms, which often results in excessive deregulation of financial institutions. The consequence is greater risk-taking of financial institutions and this was one of the main causes of global economic and financial crisis in 2008 which affected almost all countries of the world.

**Key words:** financial liberalization, economic growth, globalization, financial system

## **SADRŽAJ**

<b>1</b>	<b>UVOD.....</b>	<b>1</b>
1.1	Predmet i cilj rada .....	1
1.2	Izvori podataka i metode prikupljanja.....	1
1.3	Sadržaj i struktura rada .....	1
<b>2</b>	<b>FINANCIJSKA LIBERALIZACIJA I GLOBALIZACIJA.....</b>	<b>3</b>
2.1	Pojam, uloga i povijesni razvoj financijskog sustava .....	3
2.2	Pojmovno određenje financijske liberalizacije i globalizacije.....	7
2.3	Uvjeti potrebni za ostvarenje financijske liberalizacije .....	9
<b>3</b>	<b>PREDNOSTI I NEDOSTACI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE.....</b>	<b>12</b>
3.1	Financijski sustav, regulatorni okvir i financijska liberalizacija.....	12
3.2	Prednosti i koristi financijske liberalizacije .....	13
3.3	Nedostaci i rizici financijske liberalizacije .....	17
<b>4</b>	<b>UTJECAJ FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA EKONOMSKI RAST IZABRANIH RAZVIJENIH ZEMALJA .....</b>	<b>21</b>
4.1	Financijska liberalizacija na primjeru SAD-a .....	21
4.2	Financijska liberalizacija na primjeru Japana.....	29
4.3	Financijska liberalizacija na primjeru razvijenih europskih zemalja .....	37
<b>5</b>	<b>UTJECAJ FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA EKONOMSKI RAST ZEMALJA U RAZVOJU .....</b>	<b>45</b>
5.1	Financijska liberalizacija na primjeru azijskih zemalja u razvoju .....	45
5.2	Financijska liberalizacija na primjeru afričkih zemalja u razvoju .....	51
5.3	Utjecaj financijske liberalizacije na ekonomski rast i razvoj u Hrvatskoj .....	56
<b>6</b>	<b>ZAKLJUČAK .....</b>	<b>63</b>
	<b>POPIS LITERATURE.....</b>	<b>65</b>
	<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>70</b>
	<b>ŽIVOTOPIS AUTORA .....</b>	<b>71</b>

# **1 UVOD**

## **1.1 Predmet i cilj rada**

Predmet rada je analiza utjecaja financijske liberalizacije i globalizacije na ekonomski rast i razvoj, odnosno kako navedena pojava utječe na ukupna gospodarska kretanja. Cilj rada je izložiti pojmove financijske liberalizacije i globalizacije, dati pregled uvjeta potrebnih za njihovo ostvarenje te istaknuti koristi i nedostatke navedenih pojava. Osim toga, rad će istaknuti i učinke koje financijska liberalizacija ima na ekonomski rast i razvoj te će dati odgovor na pitanje o ulozi financijskog sustava u uvjetima liberalizacije. Velik dio rada posvetit će se učincima financijske liberalizacije kroz analizu primjera razvijenih i nerazvijenih zemalja iz Europe i svijeta, a u tom kontekstu će se analizirati i financijska liberalizacija u Republici Hrvatskoj te njezin utjecaj na financijski sustav i gospodarski rast i razvoj od stjecanja samostalnosti do danas.

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

Literatura koja će se koristiti u radu bit će knjige, znanstveni radovi te članci priznatih profesora i znanstvenika iz područja ekonomije. Osim toga, koristit će se i podaci iz baza podataka sa službenih internetskih stranica međunarodnih organizacija poput Svjetske banke i Europske unije. Istraživanje je provedeno na temelju sekundarnih podataka, a znanstveno-istraživačke metode koje su korištene u radu su: metoda analize, sinteze, klasifikacije, kompilacije, deskripcije te metoda komparacije.

## **1.3 Sadržaj i struktura rada**

U prvom dijelu bit će navedeni predmet i cilj rada, izvori podataka i metode prikupljanja istih te sadržaj i struktura rada. U drugom dijelu izložit će se pojam, uloga te povijesni razvoj financijskog sustava koji je okosnica ovog istraživanja. Zatim će se objasniti pojmovi financijske liberalizacije i globalizacije te što oni obuhvaćaju, a na kraju drugog dijela će se istaknuti uvjeti potrebni za ostvarenje istih. Treći dio rada obuhvatit će analizu koristi i nedostataka i rizika pretjerane financijske liberalizacije. Osim toga, rad će u trećem dijelu dati



odgovore na pitanja utjecaja financijske liberalizacije na ekonomski rast i razvoj, kao i ulozi financijskog sustava kao čimbenika (ne)stabilnosti u uvjetima liberalizacije. U četvrtom dijelu će se na primjerima razvijenih zemalja Europe, SAD-a i Azije dati odgovor na pitanje o učincima i utjecaju financijske liberalizacije na gospodarski rast i razvoj pri čemu će se analizirati brojni aspekti i čimbenici koji utječu na gospodarska kretanja. Peti dio će analizirati iste pojave i učinke, ali na primjerima zemalja u razvoju, pretežito afričkih i azijskih. U tom kontekstu će se istaknuti utjecaj financijske liberalizacije na ekonomski rast i razvoj u Hrvatskoj od osamostaljenja do danas. Naposljetku, u šestom dijelu će se sažeti sve provedene analize te će se iznijeti zaključci koji su dobiveni istraživanjem.

## 2 FINANCIJSKA LIBERALIZACIJA I GLOBALIZACIJA

### 2.1 Pojam, uloga i povijesni razvoj financijskog sustava

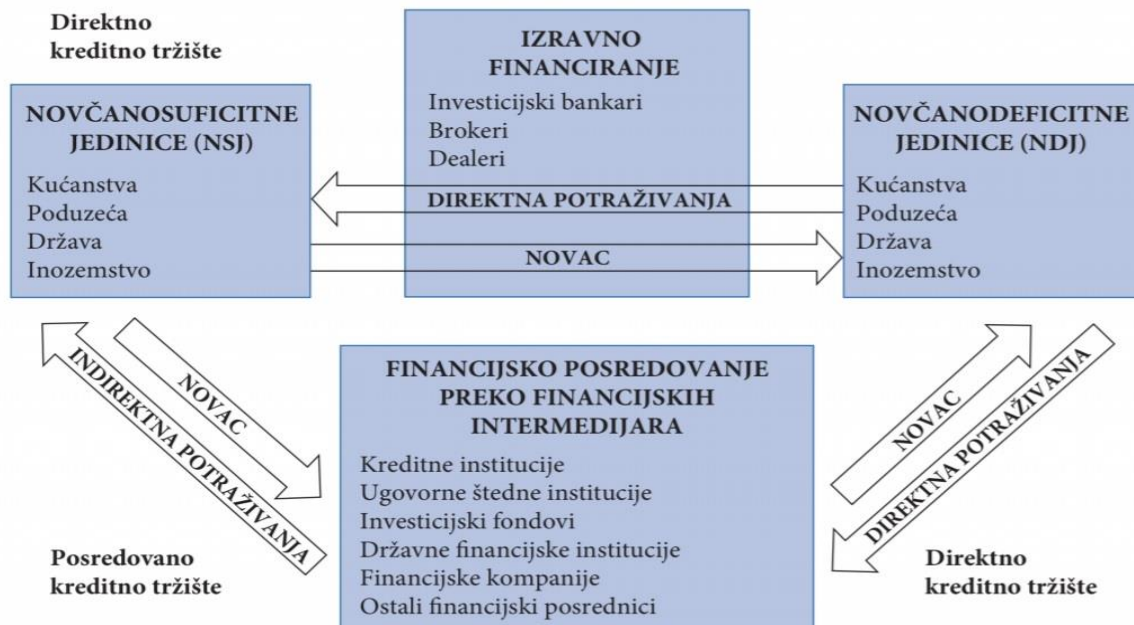
Postoje mnoga tumačenja i definicije o financijskom sustavu i onome što on obuhvaća, a jedna od njih kaže kako je "financijski sustav ukupnost nositelja ponude i potražnje novčanih sredstava, financijskih oblika – instrumenata u kojima su utjelovljena novčana potraživanja, raznolikih financijskih institucija, tokova i tehnika koji, objedinjeni pravnim normama i regulacijom, omogućavaju trgovanje novcem i novčanim viškovima, određujući pri tom cijene financijskim proizvodima – u prvom redu kamatne stope i prinose i utječu na očekivanja o financijskim i ekonomskim kretanjima u budućnosti." (Leko, Stojanović, 2018.). Cecchetti (2008., str. 2) tumači kako se financijski sustav sastoji od pet dijelova, a to su: novac, financijski instrumenti, financijska tržišta, financijske institucije te središnja banka.

Nesmetano i efikasno funkcioniranje financijskog sustava neophodno je za gospodarski rast i razvoj svih razvijenih, ali i sve više nerazvijenih zemalja, odnosno zemalja u razvoju. Postoje mnoge funkcije koje obavlja financijski sustav, među kojima su: funkcija štednje, funkcija likvidnosti, kreditna funkcija, gospodarsko politička funkcija, funkcija plaćanja, funkcija preuzimanja rizika, funkcija očuvanja kupovne moći, funkcija ovlaštenog monitoringa te funkcija međugeneracijskog prijenosa štednje (Leko, Stojanović, 2018.). Financijska tržišta, kao bitan segment financijskog sustava, obavljaju primarnu funkciju usmjeravanja novčanih sredstava od novčano suficitarnih jedinica, što su najčešće kućanstva, ali i država poduzeća i strani investitori, do novčano deficitarnih jedinica koje najčešće čine poduzeća, ali i ostali akteri na financijskom tržištu.

Drugim riječima, financijska tržišta prenose štednju onim pojedincima i kompanijama koji trebaju više sredstava za potrošnju nego što ostvaruju tekućim prihodima (Rose, 1989.) Na taj način sredstva se prenose sa subjekata koji raspolažu viškovima sredstava ka subjektima koji oskudijevaju novčanim sredstvima koja su im potrebna za daljnja ulaganja čime se novac efikasno alocira što u konačnici vodi ka gospodarskom rastu i razvoju, a što bi bilo znatno otežano ili čak nemoguće nepostojanjem financijskog sustava. Sekundarna funkcija financijskog sustava je funkcija usmjeravanja novčanog kapitala što podrazumijeva alokaciju raspoloživog novčanog kapitala na one investicije i projekte koji su profitabilni i ekonomski opravdani (Leko, Stojanović, 2018.).

Slika 1. Tijek novca između financijskih tržišta i financijskih posrednika

## IZRAVNO I POSREDOVANO FINANCIRANJE



Izvor: prilagođeno prema Kidwell, D. S. i dr., *Financial Institutions, Markets, and Money*, The Dryden Press, Chicago, 2000.

Izvor: Leko V., Stojanović A. (2018) *Financijske institucije i tržišta*, Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb

Na Slici 1 prikazana je shema financiranja u financijskom sustavu. Ono se može odvijati izravno putem financijskih tržišta kada investitori, odnosno zajmoprimci izdaju dužničke i vlasničke vrijednosne papire koje zatim kupuju štediša ili zajmodavci, a s druge strane, ako u procesu financiranja posreduju financijske ili neke druge institucije koje su za to ovlaštene od strane regulatora, tada se govori o neizravnom ili posredovanom financiranju gdje štediša drže svoje depozite kod kreditnih institucija, najčešće banaka, koje banke plasiraju u obliku kredita investitorima (Leko, Stojanović, 2018.). Također, veza između financijskih posrednika i financijskih tržišta ima važnu ulogu gdje financijski posrednici viškove prikupljenih sredstava koje nisu plasirali u obliku kredita, plasiraju na financijska tržišta kupujući vrijednosne papire. Stoga je posredovano financiranje u današnjim vremenima od velikog značaja te sa sobom nosi određene koristi, a to su: velika raspršenost rizika gdje većinu rizika na sebe preuzimaju posrednici, usklađivanje dospjeća odnosno moguća ročna transformacija sredstava, velika likvidnost obveza financijskih posrednika te informacijska intermedijacija (Grizelj, 2016.). Na spomenute koristi posredovanog financiranja nadovezuje se i Ivanović (1995.) koji prednost financijskih posrednika vidi u prikupljanju i udruživanju novčanih

sredstava pojedinačnih investitora koje zatim plasiraju ulažući u vrijednosne papire i drugu financijsku imovinu.

Financijska tržišta, kao dio financijskog sustava, mogu se klasificirati kao tržišta dužničkog i tržišta vlasničkog kapitala, primarna i sekundarna tržišta, burze i izvanburzovna tržišta i tržište novca i tržište kapitala (Mishkin, Eakins, 2019.). Tako se na tržištu novca trguje kratkoročnim dužničkim instrumentima čije dospijeće ne prelazi jednu godinu, dok se na tržištu kapitala trguje s dugoročnim dužničkim i vlasničkim vrijednosnicama čije je dospijeće iznad jedne godine. Nadalje, financijska se tržišta s obzirom na emisiju vrijednosnica mogu podijeliti na primarna i sekundarna.

Primarno tržište jest ono na kojem se prodaju nova izdanja vrijednosnih papira, inicijalnim kupcima, odnosno tržište gdje se ugovaraju nove emisije trajnog kapitala ili zaduženja u obliku potpuno novih emisija kapitala ili u obliku ponude postojećim investitorima, dok sekundarno tržište podrazumijeva tržište gdje se već ranije izdani vrijednosni papiri mogu ponovno kupovati i prodavati (Foley, 1998.). Pri tome sekundarno tržište može biti organizirano na dva načina. Jedna metoda je burza koja predstavlja organizirano, službeno i središnje mjesto trgovanja gdje se susreću kupci i prodavatelji vrijednosnih papira. Drugi način ustroja sekundarnog tržišta jest izvanburzovno ili OTC (engl. *over-the-counter*) tržište. Ono podrazumijeva dilere koji posjeduju zalihe vrijednosnih papira na različitim lokacijama koje zatim prodaju "preko šaltera" bilo kome tko to zatraži i tko je spreman prihvatiti njihove cijene (Mishkin, Eakins, 2019.).

Financijske institucije, ulogom posrednika, imaju ključnu ulogu u prijenosu novčanih sredstava čime se povećava učinkovitost financijskog sustava. To su najčešće kreditne institucije, odnosno poslovne banke, štedne banke i kreditne unije, ali krajem 20. stoljeća i u 21. stoljeću na važnosti sve više dobivaju i druge financijske, odnosno nedepozitne institucije koje za razliku od banaka, ne prikupljaju depozite od šire javnosti, već prikupljaju novčana sredstva pojedinih investitora koja potom ulažu u razne vrijednosne papire i druge projekte sa svrhom ostvarenja prinosa za ulagača. Oni pretežito obuhvaćaju institucionalne investitore među kojima su: investicijski fondovi, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, investicijske banke, brokeri i dileri te ostale financijske institucije.

Kada se govori o regulaciji financijskog sustava i njegovih aktera, treba istaknuti kako je on jedan od najviše reguliranih sektora od strane države u gotovo svakom gospodarstvu. Za to postoje dva glavna argumenta: kako bi se povećale informacije dostupne investitorima te

očuvala stabilnost financijskog sustava (Mishkin, 2010.). Investitori se često, investirajući na financijskim tržištima, susreću s problemom asimetričnih informacija što im uvelike otežava donošenje kvalitetnih odluka prilikom kupovine ili prodaje različitih financijskih instrumenata što u konačnici narušava učinkovitost i djelotvornost financijskog sustava. Tu se nameće uloga države i regulatora koji svojim mjerama imaju za cilj povećati dostupnost i obujam informacija dostupnima investitorima pri donošenju odluka.

Očuvanje stabilnosti financijskog sustava nastoji se postići osiguravanjem razboritog poslovanja financijskih posrednika, bilo poslovnih banaka ili drugih financijskih institucija. To su institucije koje prikupljaju i upravljaju depozitima šire javnosti te su zbog svoje veličine, međusobnih povezanosti i međunarodnog poslovanja od iznimne važnosti za funkcioniranje financijskog sustava i gospodarstva u cjelini te bi poremećaj u funkcioniranju takvih institucija izazvao šokove u javnom i privatnom sektoru.. S ciljem očuvanja stabilnosti financijskih posrednika država može upotrijebiti više instrumenata zaštite, među kojima su: objavljivanje informacija od strane financijskih posrednika, osiguranje depozita do utvrđenog limita, ograničenje konkurencije, ograničenja u vezi s osnivanjem financijske institucije i dr. (Mishkin, 2010.).

Ako se žele sagledati počeci financijskog sustava, tada se potrebno vratiti u 14. stoljeće kada je, 1329. godine u Genovi, u današnjoj Italiji, osnovana prva žiro banka (Altaras Penda, 2014.). Uloga tih banaka u to vrijeme bila je višestruka. One su izdavale certifikate i druge oblike potvrda o pologu novca, što je preteča papirnatoga novca, a uz to su se pojavili i prvi bankovni računi koji su glasili na ime. Osim toga, poslovi banaka uključivali su osiguranje pri dugotrajnim i nesigurnim poslovanjima, osiguranje novca od kvarenja te usklađivanje valuta različitih država članica (Lovrinović, 1997.). Gotovo sto godina kasnije, točnije 1472. godine u talijanskom gradu Sieni, osnovana je najstarija banka koja bi odgovarala današnjem tipu banaka, Monte dei Paschi di Siena, koja posluje i danas, gotovo 550 godina nakon osnivanja te je prema veličini aktive trenutno peta banka u Italiji.

Sljedeća prekretnica u razvoju financijskog sustava bila je osnivanje prve burze na svijetu u Amsterdamu 1602. godine čime se Amsterdam, iz malog regionalnog tržišta, nametnuo kao vodeći financijski centar na svijetu. Tada je nizozemska Istočnoindijska kompanija javnosti predstavila lako prenosive dionice i u roku nekoliko dana investitori su počeli istima trgovati. Neće proći mnogo vremena kako će se na burzi razviti i mnogi drugi oblici vrijednosnih papira i derivata te je već 1680. godine burza u Amsterdamu imala mnoge značajke današnjih,

suvremenih financijskih tržišta. Nakon toga, 1694. godine, osnovana je prva središnja banka na svijetu, engleska Bank of England koja je prvotno osnovana kao privatna banka koja je imala funkciju bankara Vlade te joj je primarna uloga bila financiranje države u ratu protiv Francuske (Bank of England, 2020.). Iako je osnovana kao privatna banka, prema povelji osnutka banke, čiji su potpisnici bili kralj William i kraljica Marija, osnovana je kao banka za promicanje javnog dobra i dobrobiti svih ljudi u Engleskoj. Kao važniji događaji koji su obilježili poslovanje najstarije središnje banke na svijetu mogu se izdvojiti 1725. godina kada je Bank of England izdala prvu denominiranu novčanicu, zatim 1844. godina kada je novom poveljom Bank of England dobila puno veću moć i ovlasti u pogledu izdavanja novčanica, odnosno zabranjeno je svim bankama na području Engleske i Walesa izdavanje vlastitih novčanica te 1946. godina kada je Bank of England nacionalizirana te vlasnik banke postaje država, umjesto privatnih ulagača kao što je to bio slučaj ranije (Bank of England, 2020.).

Sve navedene institucije koje su označile početak stvaranja financijskog sustava kakvog poznajemo danas, kao i sve one koje su osnovane naknadno, godinama su se razvijale te svoje usluge prilagođavale tadašnjim potrebama tržišta. Tako se i danas, nakon više od pola tisućljeća od osnivanja prvih institucija koje su sačinjavale ondašnji financijski sustav, financijski sustav i svi subjekti koji ga čine, nastoje prilagoditi rastućim i sve zahtjevnijim potrebama svojih interesnih skupina neprestano se razvijajući kroz interni i eksterni rast, ulaganjem u tehnološki razvoj i infrastrukturu, ljudske resurse i druge segmente poslovanja s ciljem pružanja vrhunske usluge svojim komitentima uz racionalno poslovanje kako bi se očuvala stabilnost financijskog sustava, a shodno tome i cijelog gospodarstva.

## **2.2 Pojmovno određenje financijske liberalizacije i globalizacije**

Kada se u ekonomskoj teoriji govori o liberalizaciji, to u svojoj srži podrazumijeva uklanjanje prijašnje nametnutih pravila, propisa, normi ili ograničenja koja su svojim djelovanjem kočile ili usporavale gospodarski razvoj pojedine države. Međutim, s druge strane, pretjerana liberalizacija može dovesti u pitanje održivost i stabilnost gospodarstva te je zbog toga od iznimnog značaja da ona bude provedena u skladu odgovarajućim načelima i pravilima kako ne bi došlo do navedenih ugroza. Liberalizacija se kao dio ekonomske politike može sprovesti na gotovo svakom području realnog sektora.

Cilj liberalizacijskih procesa bio je smanjiti djelovanje "vidljive ruke" nacionalnih ekonomskih politika, regulativa i restrikcija s jedne strane te omogućiti slobodno djelovanje tržišta na nacionalnoj i međunarodnoj razini, s druge strane (Ivanov, 2011.). S druge strane, pojam koji se vrlo često u istom kontekstu spominje s liberalizacijom je globalizacija, međutim treba postaviti razgraničenje između dva pojma koja, usprkos svojim sličnostima, nisu istoznačnice.

Globalizacija u financijskom sustavu kao pojam predstavlja integraciju međunarodnih financijskih tržišta, a Maté (2018., str. 49) smatra kako ona prisiljava države širom svijeta na zajedničku suradnju s ciljem očuvanja stabilnosti financijskih sustava i institucija svojih zemalja. Ako bismo proširili taj pojam, tada se može kazati kako se globalizacija odnosi na usko povezivanje tržišta roba, usluga, rada i kapitala na međunarodnoj razini (Maté, 2018.). Ipak, kako i naslov rada ukazuje, istraživanje će se ponajviše odnositi na financijsku liberalizaciju i globalizaciju te njihov utjecaj kroz razne kanale i čimbenike na gospodarski rast, razvoj, stabilnost te blagostanje zemalja.

Kako bi se odgovor na prethodno pitanje moglo dati, potrebno je pojmovno odrediti financijsku liberalizaciju. Financijska liberalizacija kao pojava ogleda se u promjeni dotadašnje zakonske regulative financijskog sustava u smislu deregulacije financijskih tržišta i institucija te većem otvaranju međunarodnim tokovima novca i kapitala čime se nastoji povećati efikasnost i djelotvornost financijskog tržišta, kao i povećati njegovu samostalnost. Fenomen financijske liberalizacije može se razvrstati u dvije podkategorije, a to su interna i eksterna financijska liberalizacija (Ivanov, 2011.).

Za internu financijsku liberalizaciju karakteristično je ublažavanje ili potpuno ukidanje reguliranja kamatnih stopa čime su one prepuštene slobodnom djelovanju tržišta. Osim toga, interna se liberalizacija također može povezati s napuštanjem modela nacionalnih razvojnih banaka te banaka u državnom vlasništvu općenito što za cilj ima izbjegavanje alokacije sredstava od strane države u specifične projekte čime bi posljedično moglo doći do gomilanja loših plasmana u bilancama banaka ako su sredstva alocirana u ekonomski neopravdane projekte (Ivanov, 2011.). Kao dodatak prethodnoj tezi, kao čimbenik interne financijske liberalizacije navodi se neovisnost središnje banke koja se postiže kroz zakonsku zabranu kreditiranja države iz primarne emisije, uključujući i zabranu kupovine državnih vrijednosnica od strane središnje banke na primarnom tržištu.

U posljednje se vrijeme uloga središnjih banaka uvelike promijenila te je kod većine središnjih banaka u svijetu primarni cilj očuvanje stabilnosti cijena. Važnu komponentu interne financijske liberalizacije čini i smanjivanje regulatornih kontrola koje se odnose na poslovanje financijskih institucija, tržišta te financijskih posrednika (Ghosh, 2005.), a kao posljednje obilježje interne financijske liberalizacije, odnosno posljedica koju za sobom ovaj fenomen ostavlja, jest ukidanje granica između komercijalnog i investicijskog bankarstva (Lovrinović, 1997.) te sve veći utjecaj nebankovnih financijskih institucija u ukupnoj financijskoj strukturi kao što su mirovinski i investicijski fondovi te društva za osiguranje, ali i sve češću pojavu kada poslovne banke obavljaju djelatnost koja je svojstvena za nebankovne financijske institucije kao što su poslovi leasinga, kontrolinga i dr.

Nasuprot internoj, eksterna se financijska liberalizacija ogleda u promjeni zakonske regulative, odnosno najčešće ublažavanju određenih zakonskih propisa, pravila i akata koji se odnose na transakcije po kapitalnom računu bilance plaćanja. "Ona može uključivati sve ili samo neke od sloboda međugranične mobilnosti novca i kapitala, kao što su: sloboda nerezidenata da ulažu u domaću financijsku imovinu (dužničke i vlasničke instrumente), slobodu rezidenata da drže i trguju inozemnom financijskom imovinom te slobodu rezidenata da drže i trguju devizama na domaćem tržištu" (Ivanov, 2011.). Jedna od najznačajnijih posljedica provedbe eksterne financijske liberalizacije je uklanjanje barijera za ulazak stranog kapitala u vlasničku strukturu domaćih financijskih institucija. Druga važna posljedica je rast vanjskog duga, povezan uz legalizaciju zaduživanja domaćih pravnih (kao i fizičkih) osoba na inozemnim financijskim tržištima (Ivanov, 2011.). Navedeno ukazuje na to kako je u procesu eksterne liberalizacije ključna njezina postupna primjena kako bi se izbjegli šokovi i neravnoteže koje mogu ugroziti gospodarsku stabilnost.

### **2.3 Uvjeti potrebni za ostvarenje financijske liberalizacije**

Financijska liberalizacija je iznimno složen, dugotrajan i zahtjevan proces koji uključuje napore svih uključenih strana. Time su obuhvaćeni sudionici na financijskim tržištima, financijske institucije, središnja banka kao nositelj monetarne politike te državna regulatorna tijela u suradnji s Ministarstvom financija ili drugog organa vlasti koji provodi reformu. Zbog činjenice kako je u uvjetima provedbe financijske liberalizacije ključno sačuvati stabilnost financijskog sustava, potrebno je uspostaviti određena pravila provođenja mjera popuštanja te njihov redosljed.



Kada je riječ o internoj financijskoj liberalizaciji, koja se temelji na liberalizaciji kamatnih stopa te liberalizaciji tržišta kapitala i financijskih institucija, smatra se kako bi se ona trebala provesti oprezno te pod konstantnim nadzorom kako bi se sačuvala stabilnost bankovnog i financijskog sustava (Stiglitz, Greenwald, 2003.). Masci (2008) tumači kako je prije provedbe financijske liberalizacije potrebno uspostaviti makroekonomsku stabilnost i fiskalnu disciplinu, a kao ključan element uspješne financijske liberalizacije ističe nezavisnu superviziju i regulaciju financijskih posrednika što se u većoj mjeri odnosi na poslovne banke kao najbrojnije financijske institucije u velikom broju zemalja. Problem koji se javlja kada se raspravlja o regulaciji banaka jest taj da koliko god regulatorna tijela nastoje pratiti njihov rad te zahtijevaju od banaka sve više informacija kroz izvješća koja podnose, banke uvijek raspoložu s više informacija te ih se može kontrolirati jedino indirektno (Radošević, 2010.).

Osim problema asimetričnih informacija, kao glavni uzrok nastanka financijskih kriza nameće se moralni hazard banaka koje svojim ponašanjem povećavaju taj rizik. Iznimka nije bila ni globalna financijska kriza koja se 2008. godine iz SAD-a velikom brzinom proširila na cijeli svijet, a potaknuta je upravo pretjeranom financijskom liberalizacijom pri čemu su velike banke i ostale financijske institucije, koje su često nazivane "*too big to fail*" institucije, često preuzimale rizike koje nisu mogle kontrolirati znajući da će ih država spašavati ukoliko nešto pođe po zlu jer je stabilno poslovanje takvih institucija bilo od iznimne važnosti za funkcioniranje cijelog financijskog sustava.

Zbog toga se takozvanim instrumentom cjenovnog mehanizma želi utjecati na razliku između privatnih i društvenih ciljeva kojima banke trebaju težiti (Radošević, 2010.). Međutim, kako se na ponašanje banaka može djelovati jedino indirektno, postoji čitav niz drugih mjera i instrumenata kojima se postiže krajnji cilj. Jedan od pristupa regulacije banaka jest i *portfeljni pristup regulacije banaka* koji se temelji na tri karakteristike:

- (1) regulacija banaka morala bi započeti modelom ponašanja banaka,
- (2) Vlada može provoditi jedino imperfektnu kontrolu poslovanja banaka,
- (3) Vlada mora poduzimati takve intervencije koje će zajednički djelovati na poticaje banaka i na ograničenju s kojima se one suočavaju (Stiglitz, Greenwald, 2003. prema Radošević, 2010.).

Eksterna financijska liberalizacija, kao i interna, prije provođenja zahtjeva ispunjavanje određenih uvjeta koji će efekt liberalizacije dovesti do izražaja koji će se pozitivno odraziti na rast i razvoj određene zemlje. U skladu s time, većina istraživanja pokazala je kako je prije

procesa eksterne liberalizacije, koja se primarno odnosi na liberalizaciju kapitalnog računa bilance plaćanja, potrebno povećati stupanj fleksibilnosti tečajnog režima. Navedeno će dovesti do nekoliko prednosti. Prvo, fleksibilni tečajni režim neutralizirat će realne učinke na ekonomiju koji imaju volatilni tokovi kapitala, a osim toga, kao druga prednost ističe se sprječavanje špekulativnog priljeva kapitala zbog većeg deviznog rizika (Radošević, 2010.). Uspostavljanje fleksibilnog tečajnog režima također zahtjeva određena pravila i kontrole. To se odnosi na postupno uklanjanje asimetričnosti kapitalnog računa gdje će se u nekim slučajevima, primjerice, provesti liberalizacija odljeva kapitala kako bi se smanjili aprecijacijski pritisci zbog povećanih kapitalnih priljeva te se moraju stvoriti pretpostavke za uvođenje novog monetarnog okvira što podrazumijeva odabir alternativnog nominalnog sidra, strategije ciljanja inflacije i kontrole deviznog rizika (Radošević, 2010.).

Tek nakon što su ispunjeni netom navedeni uvjeti, proces eksterne financijske može biti postupno proveden. Fry (1997) također navodi pet preduvjeta potrebnih za uspješnu financijsku liberalizaciju:

- (1) Adekvatna supervizija i prudencijalna regulacija poslovnih banaka,
- (2) Relativno visok stupanj stabilnosti cijena,
- (3) Disciplinirani proračuni,
- (4) Ponašanje banaka usmjereno ka maksimizaciji profita,
- (5) Fiskalni sustav koji je neutralan u smislu posredovanja na financijskim tržištima

Ukupno gledajući, uzevši u obzir izložene preduvjete za proces financijske liberalizacije, Međunarodni Monetarni Fond još ističe ulogu države, odnosno regulatora kao ključnog elementa pri provođenju i implementaciji složenog pothvata kao što je ovaj. Polazi se od teze kako je stabilna i učinkovita Vlada ili drugo izvršno tijelo u državi prednost u odnosu na druge zemlje čime su one privlačnije za strane investitore te bolje mogu apsorbirati šokove i nestabilnosti koji se dovode u vezu s kratkoročnim kapitalnim tokovima (Stiglitz, 2004.).

S druge strane, zemlje u razvoju s relativno nestabilnijom političkom slikom mogu pretrpjeti značajno više štete ako dođe do nestabilnosti jer državi treba više vremena da ustanove uzrok neravnoteža koje su proizašle iz kratkoročnih i špekulativnih kapitalnih kretanja uzrokovanih financijskom liberalizacijom. Međutim, činjenica je kako država svojim djelovanjem ne može, ili može u neznatnoj mjeri, utjecati na tržišne nesavršenosti, iracionalno ponašanje potrošača te ostale nepravilnosti koje mogu narušiti efikasnost i tijek provedbe financijske liberalizacije (Stiglitz, 2004.)

### **3 PREDNOSTI I NEDOSTACI FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE**

Cilj svake reforme u gospodarstvu pa tako i financijske liberalizacije jest da se određeno gospodarstvo razvije i napreduje, ostvari rast domaćeg proizvoda, poveća životni standard svojih žitelja te ukupno blagostanje u državi, međutim to ne mora biti i u realnosti to nije uvijek slučaj. Premisa je to koja se odnosi na utjecaj na gospodarski rast i razvoj kada se govori o financijskoj liberalizaciji. Financijska se liberalizacija kao reforma provodi s ciljem manjeg uplitanja države u djelovanje financijskog sustava čime bi se povećala njegova efikasnost, primjerice kroz slobodno formiranje kamatnih stopa na tržištu ili deregulaciju financijskih institucija čime bi se povećala konkurencija istih te povećala razina kvalitete i obujma ponuđenih financijskih usluga. No, kod mnogih se država, posebice onih u razvoju, pokazalo kako financijska liberalizacija sa sobom donosi više problema i rizika, nego koristi što se ogleda u većoj ranjivosti i izloženosti financijskog sustava vanjskim šokovima što može imati razarajuće posljedice za gospodarstvo.

#### **3.1 Financijski sustav, regulatorni okvir i financijska liberalizacija**

Za uspjeh ili neuspjeh procesa financijske liberalizacije je, osim samih subjekata liberalizacije poput financijskih institucija ili tržišta te stabilnog i funkcionalnog financijskog sustava, važna uloga nacionalne politike i tijela i institucija koje su zadužene za provedbu tog procesa, ali i regulatornog okvira koji je zadužen za nadzor financijskih institucija i tržišta prije, za vrijeme i nakon procesa liberalizacije.

Ekonomisti diljem svijeta uglavnom se slažu kako je interveniranje države u financijskom sustavu do neke mjere, zbog kriza uzorkovanih liberalizacijom proteklih 30-ak godina, korisno za stabilno funkcioniranje financijskog sustava. Koristi od državne intervencije i regulacije financijskih institucija potvrdio je istraživanjem ekonomist Noy Ilan (2004) koji je ustanovio kako su poslovne banke u državama s labavom regulacijom i nadzorom sklone preuzimanju velikih i neumjerenih rizika (prema Saidi, Rachdi i Mgadmi 2015.).

Schmuckler (2004) analizira tri pogleda na ulogu države i regulatornog okvira i rezultate njihovog djelovanja u procesu financijske liberalizacije. Prvi pogled zagovara pristup u kojem je država kao regulator uzrok i pokretač kriza u financijskom sustavu. Prema tom pogledu,

međunarodna tržišta kapitala su učinkovita i razvijena te im nije potrebna državna intervencija te se smatra kako država svojim uplitanjem može potaknuti moralni hazard kod nekih poslovnih subjekata. Drugi pogled tvrdi da bi kapitalni tokovi između država trebali biti ograničeni. Razlog za tu premisu ogleda se u nepravilnostima koje su prisutne na međunarodnim financijskim tržištima poput asimetričnih informacija, špekulativnih napada, moralnog hazarda i ostalih te države koja mora trpjeti posljedice tih tržišnih nesavršenosti zbog prekomjernog priljeva kapitala.

Ocampo (2003) ističe dva instrumenta koja država može koristiti pri upravljanju volatilnosti kapitalnog računa: regulacija kapitalnog računa i protuciklična prudencijalna regulacija čime se može utjecati na smanjenje pretjeranog preuzimanja rizika sudionika na financijskim tržištima i na smanjenje izloženosti domaćeg financijskog sustava vanjskim šokovima, a da država i dalje ustraje u financijskog liberalizaciji i integraciji (prema Schmuckler 2004.). Treći pogled pretežito je usmjeren na upravljanje rizikom što se postiže jačanjem domaćeg financijskog sektora i faznim pristupom pri provedbi reforme financijske liberalizacije, a zasniva se na adekvatnoj regulaciji i superviziji domaćeg financijskog sustava kao i na nekim alternativnim mjerama poput protuciklične fiskalne politike te aktivnim upravljanjem instrumenta obvezne pričuve banaka (Schmuckler, 2004.).

### **3.2 Prednosti i koristi financijske liberalizacije**

Financijska liberalizacija sa sobom nosi mnoge prednosti i koristi u odnosu na neliberaliziran financijski sustav ili kapitalni račun. Kako taj pojam obuhvaća više subjekata koji su predmet liberalizacije, tako se i njezin pozitivan utjecaj može odnositi na više ekonomskih varijabli koje zajedničkim utjecajem pozitivno djeluju na ekonomski rast i razvoj.

Zagovornici financijske liberalizacije ukazuju na dva argumenta zbog kojih smatraju kako će ona dovesti do probitka zemalja. Kapital bi se premjestio iz industrijskih, razvijenih zemalja gdje je granični povrat kapitala nizak u zemlje u razvoju gdje je moguće ostvariti visoke povrate te će liberalizacija povećati stabilnost tako da će se državama omogućiti različiti izvori sredstava po povoljnijim uvjetima (Stiglitz i Ocampo, 2008.).

Prednosti financijske liberalizacije i koristi koje ona obuhvaća pozitivno pritom djelovajući na gospodarski rast i razvoj mogu se podijeliti u nekoliko kategorija ovisno o tome na što se

odnosi financijska liberalizacija, odnosno koja su ograničenja ukinuta u pojedinom dijelu financijskog sustava.

Za početak, ako je riječ o eksternoj financijskoj liberalizaciji, koja se temelji na liberalizaciji kapitalnog računa, mogući su vidljivi mnogi pozitivni učinci na gospodarstvo. Učinci mogu biti izravni i neizravni ovisno o tome na koji način djeluju na ekonomska kretanja.

Primjerice, uklanjanjem ograničenja na međunarodne transakcije dolazi do povećane međunarodne konkurencije financijskim sredstvima čime se ona usmjeravaju ka najprofitabilnijim i najekonomičnijim projektima te to označava izravan učinak, a s druge strane, neizravni se učinci očituju u većoj razini financijskog razvoja što će u konačnici dovesti do većeg stupnja produktivnosti (Bonfiglioli, 2005.). Nadalje, pod utjecajem liberaliziranog kapitalnog računa dolazi do investicija koja nadmašuju domaću štednju čime se financira gospodarski razvoj, a osim toga dolazi i do značajnog prijenosa visoke tehnologije pod utjecajem povećanih inozemnih izravnih ulaganja (Masci, 2008).

Uz navedeno, učinkovita raspodjela rizika među državama također je jedna od važnih koristi financijske liberalizacije. Iz jednog kuta gledanja, nerazvijene države pozitivnog su mišljenja glede manjeg rizika kroz diverzifikaciju s razvijenim državama zbog toga što će to smanjiti njihove relativno visoke ekonomske oscilacije, dok s druge strane, razvijene države mogu ulagati u nerazvijene države izlažući se pritom manjem riziku ako imamo u vidu nisku korelaciju između visokih gospodarskih fluktuacija nerazvijenih zemalja te globalnog ekonomskog ciklusa (Masci, 2008.).

Koristi interne financijske liberalizacije mogu se promatrati kroz napredovanja koja se odnose na efikasnost, funkcionalnost i stabilnost financijskog sustava koji takav potiče ekonomski rast i blagostanje, ali i neke druge beneficije koje će biti analizirane.

Dio interne financijske liberalizacije uključuje liberalizaciju tržišta kapitala i njegovih sudionika čime se, najjednostavnije govoreći, nerezidentima omogućuje trgovanje vrijednosnim papirima na burzama u stranim državama te se uklanjaju određene restrikcije i ograničenja koja su proces međunarodne kupoprodaje vrijednosnica otežavale. Nadalje, standardni model procjenjivanja međunarodne kapitalne imovine (*eng.* international asset pricing model, IAPM) predviđa kako će u zemlji koja je liberalizirana doći do smanjenja troška vlastitog kapitala kroz podjelu rizika između domaćih i stranih komitenata (Henry,

2000.) Henry (2000) u istom radu također ističe kako za takvo stajalište postoje dva empirijska nalaza koja ga potkrjepljuju.

Prvo, ako pod utjecajem liberalizacije tržišta kapitala dođe do smanjenja troška vlastitog kapitala, a očekivani budući novčani tokovi ostanu konstantni, uočava se porast indeksa cijena dionica kada tržišta dođu do saznanja da će se liberalizacija provesti (Henry, 2000.). Drugo, u istim uvjetima, doći će do porasta investicija zato što će pod utjecajem redukcije troška vlastitog kapitala države neki projekti, koji su prije procesa liberalizacije tržišta kapitala imali negativnu neto sadašnju vrijednost, pod utjecajem liberalizacije poprimiti pozitivnu neto sadašnju vrijednost (Henry, 2000.) Iz navedenog se može zaključiti kako će drugi učinak, kada se analizira korist financijske liberalizacije u sferi ekonomskog rasta i razvoja, izazvati puno veći učinak na porast stope BDP-a u usporedbi s koristima od porasta cijena domaćih dionica na burzama. Osim toga, globalizacija, kao izravna posljedica liberalizacije, dovesti će to povećane konkurencije između međunarodnih tržišta kapitala što će se odraziti u boljoj ponudi usluga što će u konačnici biti korisno i za klijente i za gospodarstvo u cjelini (Barbić, 2015.).

Druga komponenta koja je subjekt interne financijske liberalizacije jesu banke ili točnije rečeno, bankovni sustav. Banke su kreditne institucije od javnog interesa jer prikupljaju depozite od stanovništva i poduzeća te je njihovo racionalno i stabilno poslovanje ključno za zdravu ekonomsku klimu u državi te ih je zbog toga važno pravilno nadzirati i regulirati. Asteriou i Spanos (2018) svojim su istraživanjem ustanovili kako je u financijskim krizama instrument monetarne politike koji utječe na stabilnost financijskog sustava adekvatnost kapitala te je kroz taj, ali i kroz ostale instrumente monetarne politike moguće negativne učinke financijske liberalizacije svesti na minimum.

Međutim, izvršne vlasti i nadležne regulatorne institucije u određenim državama regulaciju i superviziju ne provode na željeni način neuočavajući potrebe i stanje u bankovnom sustavu te takvim ponašanjem mogu naštetiti stabilnosti banaka i posljedično financijskog sustava. Isto tako, ni pretjerana regulacija financijskih institucija i tržišta, kao i pretjerana deregulacija, mogu naštetiti učinkovitosti i rezultatu financijskog sustava i gospodarstva. McKinnon i Shaw (1973) kako je navedeno u radu Mascija (2008) objašnjavaju kako financijska represija ima mnoge neželjene učinke na ekonomski rast:

- (1) Administrativne kamatne stope podcjenjuju realne kamatne stope čime se smanjuje obujam štednje i investicija što ima negativni učinak na rast BDP-a,

- (2) Pojedinci će pronaći način da "izvezu" kapital iz zemlje što će dovesti do pritiska na devizni tečaj,
- (3) Administrativno utvrđivanje kredita umjesto utvrđivanje vođeno tržišnim silama dovest će do neučinkovite alokacije sredstava jer neće biti financirani oni projekti koji su najučinkovitiji te donose najveći povrat te tako neće moći doprinijeti ekonomskom rastu,
- (4) Pristup kreditima imaju većim dijelom velike državne i privatne kompanije kojima se krediti najčešće odobravaju za velike infrastrukturne projekte, dok ostatak ekonomskih subjekata ima relativno malen pristup istima.

Liberalizacija bankovnog sustava će, osim uklanjanjem ograničenja u poslovanju banaka čime se djelomično isprepliću liberalizacija i deregulacija, imati utjecaj i na smanjenje broja banaka u javnom sektoru što će za posljedicu imati povećanje konkurencije između banaka, tržišno utemeljenih odobrenih kredita, investicija i domaćeg proizvoda potičući na taj način ekonomski rast. Zatim, liberalizacijom kamatnih stopa smatra se da će doći do povećanja kamatnih stopa koje je do tada država držala na niskoj razini što će imati utjecaj na povećanje domaće štednje pri čemu će sredstva za plasiranje bankovnih kredita biti uvećana što će opet voditi ka ekonomskom rastu (McKinnon i Shaw, 1973, prema Laeven, 2003.). Međutim, Corsepius (1989) upozorava kako za mobilizaciju štednje nije dovoljno samo povećanje kamatnih stopa, već se mora smanjiti i rizik inflacije kako bi financijska ulaganja bila atraktivnija u usporedbi s ulaganjima u realnu imovinu.

Liberalizacijom bankovnog sustava također može doći do ulaska stranih banaka u zemlju koja je liberalizirana te one tamo mogu uspostavljati svoje podružnice ili preuzimati domaće banke. Pokazalo se da ulazak stranih banaka može imati brojne pozitivne efekte po domaći bankovni sustav. Strane banke svojim ulaskom potiču konkurenciju između banaka stvarajući tako poslovnu klimu u kojoj se banke natječu u pružanju što kvalitetnijih proizvoda i usluga svojim komitentima, a Masci (2008) ističe kako ulazak stranih banaka donosi i značajna unaprjeđenja u tehnologiji. S aspekta izvora sredstava banaka, financijska liberalizacija omogućit će im prikupljanje sredstava i izvan granica države u kojoj posluju putem stranih tržišta kapitala.

Može se zaključiti kako financijska liberalizacija vodi prema dubljoj financijskoj povezanosti između zemalja te posebice većoj povezanosti zemalja u razvoju s međunarodnim financijskim tržištima, a Schmuckler (2004) nastavlja kako je to proces koji pozitivno djeluje

na razvoj financijskog sustava što podrazumijeva potpunija, dublja, stabilnija i bolje regulirana financijska tržišta.

### **3.3 Nedostaci i rizici financijske liberalizacije**

Iako mnogi stručnjaci ističu prednosti i pozitivne učinke koji mogu proizaći iz procesa financijske liberalizacije, još je više onih ekonomista koji sve češće otvoreno izlažu argumente protiv istog procesa što se u velikoj mjeri odnosi na negativni utjecaj na gospodarske i socijalne pokazatelje u zemljama u razvoju, no ni razvijene zemlje također nisu pošteđene negativnih učinaka koji mogu nastati prije, za vrijeme ili nakon provedbe financijske liberalizacije.

Iako financijska liberalizacija može pridonijeti gospodarstvu kroz veće investicije, domaću štednju, veće mogućnosti zaduživanja i ostale čimbenike koji u konačnici dovode do većeg dohotka, pokazalo se na primjerima iz proteklih 30-ak godina kako financijska liberalizacija ne potiče gospodarski rast i razvoj. Štoviše, u mnogim slučajevima upravo je ona okidač koji vodi do bankovnih i valutnih kriza ili kriza na financijskom tržištu koje zatim državu dovode u recesiju. Krivac za takve krize prouzročene liberalizacijom može se pronaći u loše razvijenom i nestabilnom financijskom sustavu te neučinkovitoj makroprudencijalnoj regulaciji kao što je slučaj u zemljama u razvoju. Tobin (2000) navodi kako je bitno razviti institucionalni okvir koji će pospješiti funkcioniranje financijskih tržišta, bankarsku regulativu i nadzor te povećati transparentnost i kvalitetu upravljanja financijskim institucijama.

Na istu tezu nadovezuje se i Mesarić (2002) koji navodi kako zbog nepostojanja odgovarajućih propisa i institucionalne infrastrukture financijska liberalizacija gotovo sigurno vodi prema financijskoj i općoj ekonomskoj nestabilnosti. Međutim, nedovoljno razvijen financijski sustav te neučinkovito djelovanje države nisu jedini direktno odgovorni za izazivanje kriza prouzrokovanih financijskom liberalizacijom.

Globalna financijska i ekonomska kriza 2008. godine pokazala je sve manjkavosti ne samo regulatornog okvira koji je zakazao prilikom nadzora poslovanja financijskih i nefinancijskih institucija, već i neodgovornog te nerazboritog poslovanja tih institucija koje su potpuno zanemarile svoju sistemski važnu ulogu za cijelo gospodarstvo te su vođene željom za ostvarenjem što veće dobiti narušile dobrobit gospodarstva. U nastavku će se izložiti



nedostaci i rizici eksterne i interne financijske liberalizacije iz kojih proizlaze negativni učinci koji izravno utječu na gospodarsku i financijsku stabilnost, a shodno tome i na pad dohotka zemalja.

Eksternom financijskom liberalizacijom omogućeno je slobodno kretanje kapitala te obavljanje kapitalnih transakcija između određene zemlje i inozemstva. Liberalizacijom kapitalnog računa, liberalizirana se zemlja najčešće suočava s velikim količinama kapitalnih priljeva u vidu inozemnih izravnih investicija ili sudjelovanjem stranih državljana na domaćim tržištima kapitala. Osim toga, rezidentima se također omogućava zaduživanje na inozemnim financijskim tržištima te se kao negativna posljedica javlja povećanje vanjskog duga sektora kućanstva i poduzeća, ali i države.

Iako su tranzicijske zemlje liberalizacijom kapitalnog računa bilance plaćanja dobile pristup inozemnim izvorima financiranja, Ivanov (2011) ističe kako su te zemlje istovremeno postale osjetljivije na unutarnje i vanjske šokove koji mogu biti rezultat promjene smjera kretanja ili obujma međugraničnih tokova, uključujući ne samo tokove priljeva, već i tokove odljeva kapitala iz zemlje na više atraktivna tržišta, a navedeno se može protumačiti i u kontekstu ovisnosti zemalja s visokim udjelom stranog kapitala o udaljenim financijskim tržištima te njihovim nepredvidivim odlukama koje su često bile špekulativnog karaktera.

Povećanje priljeva stranog kapitala uvelike utječe i na kretanje deviznog tečaja zemlje koja prima kapital što se ogleda u aprecijaciji domaće valute te rastu kamatnih stopa koje vode do još većih kapitalnih priljeva. Ghosh (2005) tumači kako ekspanzija na tržištu nekretnina i tržištu kapitala mogu generirati prihode kako bi održali domaću potražnju i rast određenih sektora s vrlo visokim stopama, međutim to rezultira značajnim makroekonomskim neravnotežama kao posljedica deficita na tekućem računu.

Osim stvaranja i produbljivanja neravnoteža u bilanci plaćanja, kao zamku eksterne financijske liberalizacije Ivanov (2011) naglašava gubitak potencijalnih izvora financiranja domaće proizvodnje i zaposlenosti domicilnog stanovništva u zemljama koje cijenom rada i produktivnošću ne mogu konkurirati zemljama Azije i Latinske Amerike. Nadalje, ukoliko zemlja postane ovisna o stranom kapitalu, iznenadne promjene u stranim kapitalnim priljevima mogu izazvati poteškoće u financiranju te ekonomski pad (Schmuckler, 2004.). Ivanov (2011) u svom radu ističe ekonomsku ekspanziju i ekspanziju financijskog sektora kao pozitivan efekt financijske liberalizacije, međutim upozorava kako taj proces može biti prekinut pojavom različitih oblika financijske nestabilnosti koje su češće kod zemalja koje su

liberalizaciju provele nepripremljene i u vrlo kratkom roku, koje nemaju izgrađenu regulatornu infrastrukturu za kontrolu i nadzor izloženosti rizicima u financijskom sustavu ili one zemlje koje su zabilježile značajan priljev kratkoročnog špekulativnog kapitala.

Upravo je priljev kratkoročnog špekulativnog kapitala u mnogim tranzicijskim i nerazvijenim zemljama, ali i nekim razvijenim zemljama bio jedan od glavnih uzroka stvaranja valutnih kriza koja bi zatim ozbiljno narušila rezultat domaćeg gospodarstva. Takva ulaganja predstavljaju problem jer je cilj investitora brzo zaraditi novac zbog promjene u deviznom tečaju te zatim taj kapital naglo izvlače iz zemlje te na isti način kupuju sljedeću valutu s istim ciljem ostvarenja profita, a otegotna okolnost po zemlje uvoznice kapitala jest i što vlade država, čak i onih najmoćnijih, nemaju dovoljno sredstava kako bi se oduprli špekulativnim pritiscima i tako zaštitili svoju nacionalnu valutu i gospodarstvo (Mahmutović i Talović, 2014.).

Cobham (2004) se nadovezuje na ranije spomenute tvrdnje o utjecaju većeg priljeva stranog kapitala na kretanje deviznog tečaja i ekspanzije tržišta nekretnina te dodaje kako su glavni učinci liberalizacije kapitalnog računa na ekonomska kretanja sljedeći:

- (1) Potražnja orijentirana prema uvozu (potpomognuta aprecijacijom domaće valute) čime dolazi do pada domaćeg proizvoda,
- (2) Pad domaće štednje praćeno možebitnim povećanjem državne štednje,
- (3) Porast produktivnosti rada nauštrb ukupne zaposlenosti koja se smanjuje,
- (4) Veći deficit koji zahtjeva još veće kapitalne priljeve.

Kada je riječ o internoj financijskoj liberalizaciji, Ivanov (2011) u svojem radu kao jednu od determinanti koja utječe na ponašanje poslovnih subjekata ističe otežanu kontrolu i nadzor nad financijskim institucijama te manji utjecaj nacionalne ekonomske politike da zaštiti domaći sustav od stvaranja neravnoteže između rasta financijske imovine financijskog sektora i realnih kretanja u nacionalnom gospodarstvu, kao i od neravnoteža u vanjskotrgovinskoj razmjeni koja se, kako dodaje, održava na umjetnoj razini kroz priljeve inozemnog kapitala.

Navedeno se može promatrati i u kontekstu većeg preuzimanja rizika od strane financijskih institucija koje, zbog smanjene kontrole i nadzora nad njihovim poslovanjem, mogu svojim postupcima dovesti u pitanje stabilnost čitavog financijskog sustava. To se posebice odnosi na investicije u vrijednosnice na tržištima kapitala te nekretnine koje mogu generirati visoke povrate, ali su iz istog razloga takve investicije najvišeg rizika pri čemu poslovne banke i

ostale financijske institucije, pod utjecajem veće slobode ulaganja, ulažući u osjetljive, netom spomenute sektore, izlažu se tim sektorima te pojedinim individualnim klijentima čime se povećava rizik nastanka financijske krize (Ghosh, 2005.). Nadalje, financijska liberalizacija također može uzrokovati krizu ako postoje nesavršenosti na financijskim tržištima.

Asimetrične informacije i moralni hazard samo su neke od njih koje, između ostalog, mogu uzrokovati nestabilnosti u financijskom sustavu kroz, primjerice, špekulativne napade ili stvaranje "mjehura" na tržištu nekretnina (Schmuckler, 2004.). U uvjetima liberalizacije i veće povezanosti financijskih tržišta pod utjecajem globalizacije, financijska kriza može nastati zbog "zaraze" koja se odnosi na šokove koji se prenose između država koje su pod utjecajem globalizacije sve više integrirane putem međunarodnih financijskih tržišta.

Dodd (2003., str. 8-12) kao jedan od potencijalno najvećih rizika financijske liberalizacije zemalja u razvoju analizira liberalizaciju financijskih izvedenica te njihovu zlouporabu gdje se raznim prijevarama, manipulacijama i ostalim nemoralnim radnjama kojima, primjerice, nastoje izbjeći regulaciju tržišta kapitala te izigrati računovodstvena pravila i zahtjeve financijskog izvještavanja. Tim postupcima kreira se cijena derivata koja ne odgovara stanju na tržištu što je uzrok za nastanak krize koja se kasnije može prenijeti i na ostale segmente financijskog sustava. Iako je povećanje konkurencije ulaskom stranih banaka na domaće tržište istaknuta kao prednost financijske liberalizacije, ona može imati i negativnu konotaciju koja se ogleda u smanjenju profita financijskih institucija zbog čega su primorane preuzimati veće rizike (Moyo, Le Roux, 2019.).

Osim toga, otvaranjem podružnica u inozemstvu banke žele proširiti svoje poslovanje te povećati dobit, a ponekad zanemaruju interese rasta i razvoja realnog sektora domaćeg gospodarstva poput poticanja industrije te izvoza. Strane banke vrlo često promoviraju potrošačke kredite koji se zatim koriste za kupnju uvoznih proizvoda što dodatno pogoršava sliku neto izvoza zemalja. Time se gubi veza između realnog sektora s jedne te financijskog sustava s druge strane kao čimbenika koji bi trebao biti potpora realnom sektoru što je izraženo ponajviše u zemljama u razvoju s visokim udjelom stranih banaka na tržištu.

## **4 UTJECAJ FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA EKONOMSKI RAST IZABRANIH RAZVIJENIH ZEMALJA**

Financijska liberalizacija pojam je koji se intenzivno spominje u zadnjih 50-ak godina te su često razvijene zemlje bile zemlje predvodnice tog procesa koje su utkale put manje razvijenim zemljama koje je isti zadatak "čekao" u nadolazećim godinama. Među njima su i Sjedinjene Američke Države koje su nakon Drugog svjetskog rata imale suverenu ulogu ekonomskog i političkog lidera svijeta. Osim SAD-a gdje je liberalizacija provedena krajem 70-ih i u 80-im godinama prošlog stoljeća, pod utjecajem, odnosno pritiskom stranih Vlada, za politiku liberalizacije financijskog sustava odlučio se i Japan koji je u to vrijeme preuzeo ulogu druge svjetske ekonomske sile te koji je do tada zagovarao strogu regulaciju i superviziju financijskog sustava što se najviše odnosilo na regulaciju bankovnog sustava, ali i razvijene zemlje sjeverne Europe poput Norveške, Švedske i Finske koje su gotovo simultano provele reforme financijske liberalizacije krajem 80-ih i početkom 90-ih godina prošlog stoljeća.

### **4.1 Financijska liberalizacija na primjeru SAD-a**

Nedugo nakon završetka Drugog svjetskog rata Sjedinjene Američke Države ostvarivale su gospodarski rast koji se mogao usporediti s godinama koje su prethodile ratu. Jedan od razloga zašto je to SAD-u uspjelo prije ostalih razvijenih zemalja je što se rat nije vodio na njihovom teritoriju te nije bilo potrebna temeljita obnova gradova i infrastrukture kao u većini europskih država.

U prvih nekoliko poslijeratnih desetljeća većina je kapitalističkih država vodila politiku stroge regulacije financijskog sektora, a prvenstveni je cilj većine ekonomija pa tako i SAD-a, bio ekonomski rast te promicanje pune zaposlenosti. U SAD-u je još 1933. godine, kao odgovor na Veliku Depresiju iz 1929. godine, donesen Glass-Steagallov Akt kojime je, između ostalog, zakonom odvojeno investicijsko od komercijalnog bankarstva te je uspostavljena gornja granica za kamatne stope na depozite. Nadalje, Aktom je osnovana i Federalna Korporacija za Osiguranje Depozita (FDIC) koja je osiguravala depozite kreirajući "bazen" novca koji je prikupljala od banaka kako bi štediše bili zaštićeni u slučaju propadanja banaka. Osim toga, doneseni su brojni zakonski i podzakonski akti kojima se regulirao rad banaka te

zahtijevao veći broj izvještaja koje su komercijalne i investicijske banke bile primorane podnositi Sustavu Federalnih Rezervi (FED-u).

Početak 1970-ih godina u SAD-u se pojavio val neoliberalnih ekonomista, ali i financijskih institucija koji počeli osporavati učinkovitost stroge regulacije financijskog sektora te se otvoreno počela zagovarati financijska liberalizacija. Među njima su najupečatljiviji bili ekonomisti Ronald Mckinnon i Edward Shaw koji su ključnu prednost financijske liberalizacije vidjeli u ukidanju ograničenja na visinu kamatnih stopa čime bi se povećala ukupna štednja koja bi zatim bila raspoloživa za investicije u proizvodnju potičući tako izvoz što bi u konačnici dovelo do gospodarskog rasta.

SAD je uz Veliku Britaniju bila je među prvim razvijenim zemljama koja je pristupila deregulaciji i liberalizaciji financijskog sektora. U 1980. godini, za vrijeme mandata predsjednika Cartera, donesena je odluka o napuštanju ograničenja o visini kamatnih stopa na depozite iz 1933. godine. Dolaskom Ronalda Reagana na mjesto predsjednika SAD-a 1981. godine, financijska liberalizacija nastavljena je i, dapače, ubrzana. Tako su 1982. godine novim zakonom o bankama ukinuta brojna ograničenja u poslovanju štedno-kreditnih (engl. Savings&Loans) zadruga, a institucija za osiguranje depozita FDIC dobila je veća ovlaštenja kojima joj je omogućeno interveniranje kod banaka koje zapadnu u financijske probleme (Norton, 1983.). Veća sloboda u poslovanju štedno-kreditnih zadruga dovela je do rizičnih i špekulativnih ulaganja što će se pokazati kobnim krajem 1980-ih godina pojavom krize na financijskom tržištu u SAD-u što će zahtijevati Vladinu pomoć od približno 150 milijardi dolara (Evans, 2014.).

Evans (2014., str. 4-5) nastavlja kako je za vrijeme Reaganove administracije postavljanjem Alana Greenspana na vodeće mjesto FED-a 1987. godine Glass-Steagallov Akt sve više gubio na važnosti te je fleksibilno interpretiran, odnosno komercijalne banke su sve više obavljale one aktivnosti koje su im ranije bile zabranjene. Ono što je bilo izvjesno potvrđeno je 1999. godine kada je Glass-Steagallov Akt zamijenio Gramm-Leach-Bliley Akt čime su nestale granice između investicijskog i komercijalnog bankarstva pri čemu je omogućeno stvaranje financijskih konglomerata koji su vršili čitav niz financijskih usluga, ulazeći pritom i u mnoge složene i nerijetko rizične poslove. Prijelaz u novo tisućljeće obilježeno je takozvanom dot-com krizom koja je uzrokovana neracionalnim ulaganjima u vrijednosnice brojnih novoosnovanih internet kompanija za koje se smatralo da su budućnost poslovanja, no većina njih je u vrlo kratkom roku bankrotirala zbog nepostojanja održivog i dugoročnog plana

poslovanja. U godinama koje su slijedile, a posebno u razdoblju od 2003. do 2005., Fed je provodio ekspanzivnu monetarnu politiku snižavajući kamatne stope kako bi potaknuo gospodarsku aktivnost te smanjio broj nezaposlenih. Takva politika za posljedicu je imala veliku količinu dostupnih likvidnih sredstava, izrazito povoljne kredite, rast cijena nekretnina te razvoj novih i složenih oblika vrijednosnica na tržištu kapitala.

"Obilje likvidnosti kojom je raspolagao financijski sektor na globalnoj razini do 2006. godine odrazilo se je i na uzlet cijena dionica te na povećanu potražnju za obveznicama i drugim vrijednosnicama na tržištu novca i kapitala, što je stvorilo uvjete za jeftinije i obilnije zaduživanje država i drugih subjekata. Zajedno s rastućim potencijalima tržišta izvedenih i „prepakiranih“ proizvoda, sve navedeno je omogućilo snažnu ekspanziju imovine financijskog sektora s jedne strane, te sve veće gomilanje dugova nefinancijskih subjekata, s druge strane" (Ivanov, 2011.). Navedeno je primoralo Fed i ostale središnje banke diljem svijeta na smanjivanje likvidnosti čime je došlo do rasta kamatnih stopa te zbog toga mnogi dužnici više nisu bili u mogućnosti otplaćivati kredite što je bio, uz drastičan pad cijena nekretnina, jedan od glavnih okidača za globalnu financijsku krizu 2008. godine koja se iz SAD-a prelila na ostatak svijeta.

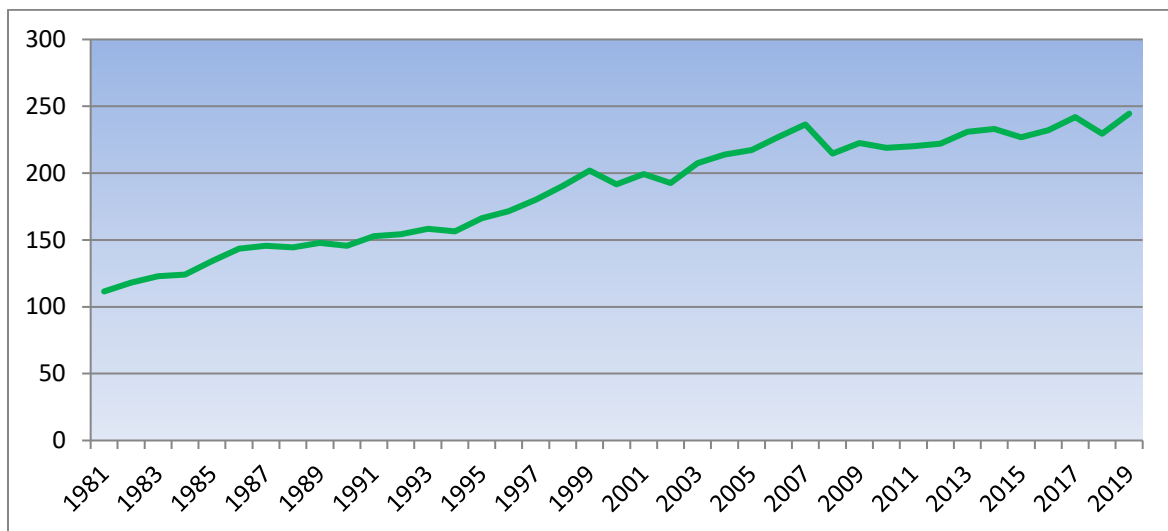
Globalna financijska i ekonomska kriza iz 2008. bila je najveća kriza od Velike Depresije 1929. godine te je bila temelj za donošenje Dodd-Frankovog Zakona u 2010. godini za vrijeme mandata predsjednika Obame koji je nastojao regulirati institucije i tržišta financijskog sektora. U sklopu reforme kojom se željela osigurati financijska stabilnost SAD-a, uspostavljeni su, među ostalim, sustav upozoravanja na financijske rizike, zatim Agencija za zaštitu potrošača te su određeni uvjeti za likvidaciju financijskih institucija pred propašću (onih „prevelikih da bi propale“). Uvedeno je i tzv. Volckerovo pravilo koje bankama zabranjuje da trguju vlastitom imovinom te im ograničava ulaganje u investicijske fondove. U svibnju 2018. godine, novoizabrani predsjednik Donald Trump, potpisao je izmjene Dodd-Frankovog Zakona iz 2010. godine čime su ukinuta brojna pravila i ograničenja za financijske institucije čime je na neki način nastavljena ili ponovno započeta financijska liberalizacija.

U nastavku će se analizirati učinci koji su proizašli iz politika financijske liberalizacije od početka 1980-ih godina do danas te kako su oni usmjerili gospodarski rast i razvoj SAD-a.

Za početak, ono što je učinak financijske liberalizacije jest razvoj financijskog sektora što podrazumijeva razvoj financijskih institucija, posebice banaka, kvalitetnije usluge koje nude te porast konkurencije čime se smanjio trošak financijskih usluga. Drugo, zabilježen je brzi

rast financijskih tržišta, uključujući devizno tržište, te tržišta obveznica, dionica i ostalih vrijednosnih papira, a dogodio se i brzi proces inovacija koji je doveo do stvaranja čitavog niza novih financijskih instrumenata, uključujući nove oblike izvedenih financijskih instrumenata i vrlo složene instrumente.

Slika 2. Krediti odobreni rezidentima od strane financijskog sektora u razdoblju od 1981. do 2019. godine (%BDP-a)



Izvor: The World Bank, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Slika 2 prikazuje trend kretanja odobrenih kredita rezidentima SAD-a u proteklih 40-ak godina iskazan u postotku vrijednosti BDP-a. Ono što se može primijetiti jest da je trend u većini početnih godina promatranja uzlazan te da raste što je svakako posljedica Zakona o bankama iz 1982. godine, ali i potrošačkog optimizma koji je zahvatio SAD-u početkom 80-ih godina nakon gospodarski teških i ratovima obilježenim 1970-ih godina. Početno razdoblje promatranja obilježeno je rastom odobrenih kredita pri čemu je samo 1988. godine zabilježen vrlo blagi pad od 1% te je iznos odobrenih kredita iznosio približno 144,5% BDP-a što je bila posljedica financijske krize iz 1987. godine.

Nakon toga, uz manje oscilacije tijekom sredine 1990-ih godine, krediti ostvaruju značajan porast te 1999. godine prvi put promatrani podatak premašuje 200% BDP-a. Zatim, razdoblje od 2000. do 2002. godine bilo je turbulentno za SAD iz nekoliko razloga. 2000. godinu obilježila je "dot-com" kriza što je, osim na pad cijena dionica i burzovnih indeksa, utjecalo i na odobrene kredite čime se iznos u 2000. godini smanjio na približno 191% BDP-a. U 2001. godini je ponovno zabilježen rast čime su odobreni krediti ponovno gotovo dosegli razinu iz

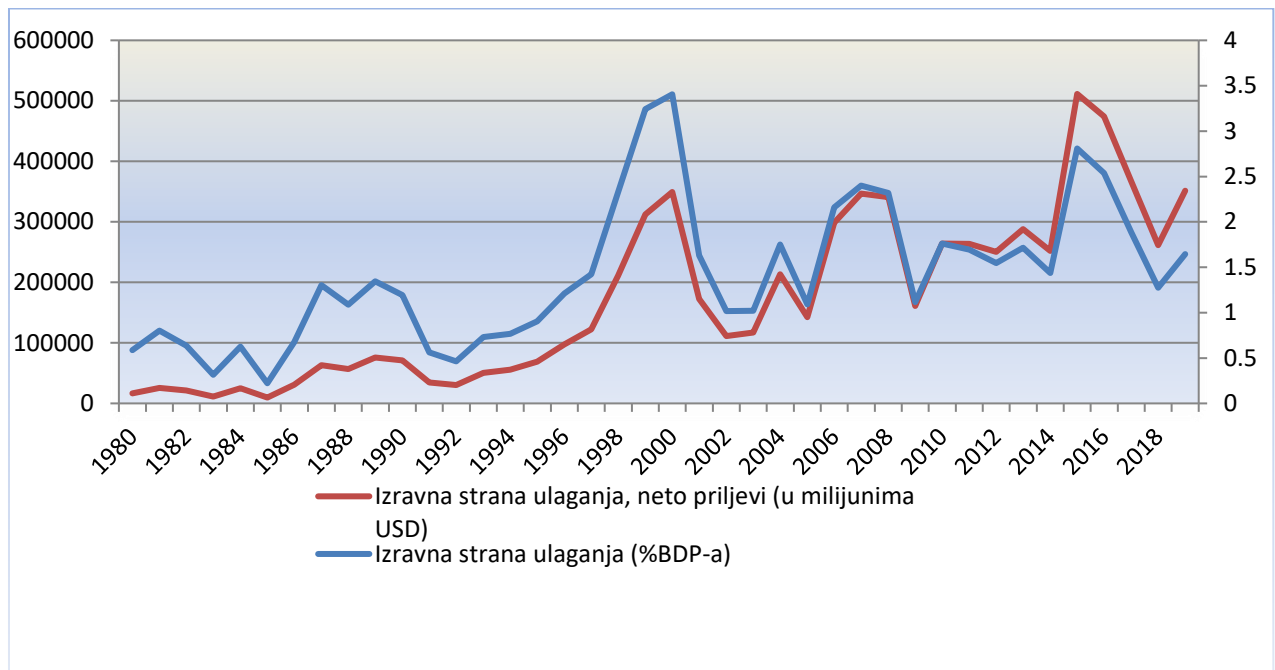
1999. godine, no tragični događaji 11. rujna 2001. godine ostavili su značajne negativne posljedice na američki financijski sektor što se odrazilo i na iznos odobrenih kredita. Nakon toga, u razdoblju između 2003. i 2007. godine, pod utjecajem ekspanzivne monetarne politike te Gramm-Leach-Bliley Akta koji je dodatno liberalizirao i deregulirao financijski sektor, iznos odobrenih kredita je zabilježio porast u svakoj od navedenih godina te je 2007. godine iznosio do tada rekordnih 236% BDP-a.

Međutim, pojavom globalne financijske krize 2008. godine taj trend se zaustavio te je iste godine iznos odobrenih kredita iznosio oko 214% BDP-a. Oporavkom američkog financijskog sektora na čelu s financijskih institucijama te tržištima kapitala, i iznos odobrenih kredita, u skladu s time, počeo je ponovno rasti. Nakon razdoblja stagnacije između 2010. i 2012. godine kada se iznos kredita kretao između 218 i 222% BDP-a, nastupio je ponovni uzlet odobrenih kredita sve do danas, s iznimkama u 2015. i 2018. godini kada je zabilježen pad.

Tako je u zadnjoj promatranoj godini razdoblja, 2019., iznos odobrenih kredita rezidentima u SAD-u iznosio rekordnih 244% BDP-a, a može se zaključiti kako su u prilog takvom rastu išle odluke predsjednika Trumpa o labavljenju Dodd-Frankovog Akta kojime je SAD nastavio proces financijske liberalizacije. Iako je porast odobrenih kredita kao posljedice financijske liberalizacije pozitivan učinak, to je također dovelo do porasta nenaplativih kredita, posebice prije i u godinama nakon krize 2008. godine što potvrđuje da je broj nenaplativih kredita 2009. godine iznosio 5% u broju ukupnih kredita, a Dodd-Frankovim Aktom i temeljitoj reformi i regulaciji financijskog sustava broj nenaplativih kredita je u 2019. godini iznosio samo 0,9% (The World Bank, 2020.).



Slika 3. Izravna strana ulaganja u SAD-u od 1980. do 2019. godine



Izvor: The World Bank, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

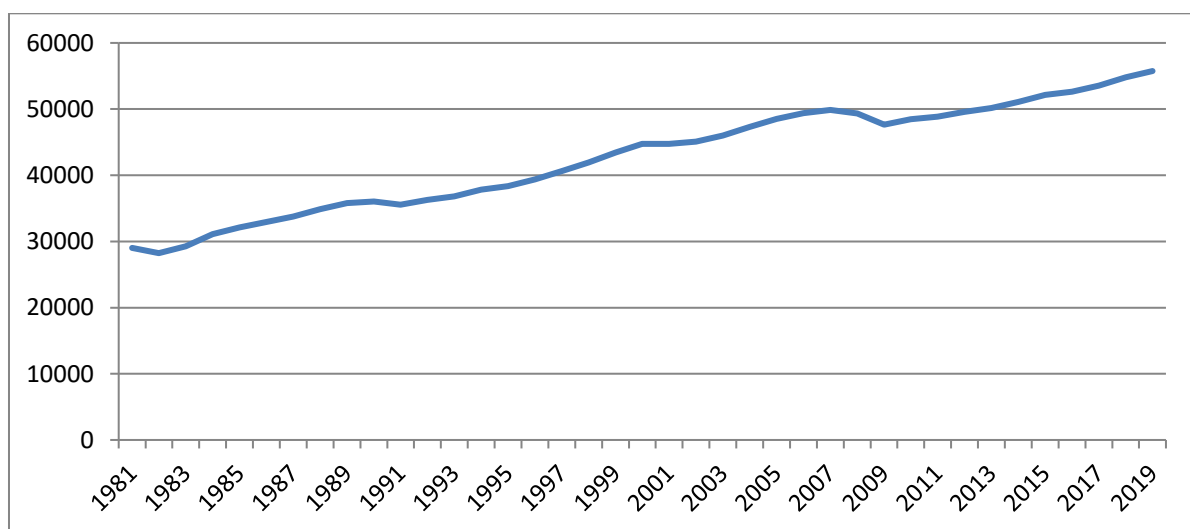
Kao jedan od najistaknutijih pozitivnih učinaka financijske liberalizacije spominje se povećanje izravnih stranih ulaganja (*engl. foreign direct investment, FDI*). Iako ova ulaganja često karakterizira odljev kapitala iz razvijenih kapitalističkih zemalja prema zemljama u razvoju, na primjeru SAD-a može se vidjeti kako financijska liberalizacija ostavlja pozitivan učinak i na inozemna izravna ulaganja visoko razvijenih ekonomija. Na Slici 3 prikazan je trend kretanja inozemnih izravnih ulaganja u SAD-u u posljednjih 40-ak godina te su promatrana dva parametra.

Prvo, neto priljev izravnih stranih ulaganja izraženih u apsolutnoj vrijednosti i drugo, izravna strana ulaganja prikazana kao postotak od BDP-a. Može se primijetiti kako oba pokazatelja imaju jednaku tendenciju rasta i pada, odnosno kada su rasli neto priljevi, rastao je i udio izravnih stranih ulaganja u BDP-u. Na početku promatranog razdoblja inozemna izravna ulaganja činila su 0,6% BDP-a te oko 16 milijardi dolara gledano u terminima neto priljeva. Predsjednik Ronald Reagan podupro je 1983. godine priljev stranog kapitala te je najavio da će strani investitori imati uvjete za investiranje jednake domaćim poduzećima što je privuklo nove investicije. Nakon nekoliko nestabilnih godina kada su izravne inozemne investicije oscilirale pod utjecajem nekoliko faktora kao što su financijska kriza iz 1987. godine te Zaljevski rat 1990., od 1992. do 2000. godine zabilježen je rast priljeva inozemnih izravnih

ulaganja s 30 milijardi na približno 349 milijardi što je popraćeno rastom u udjelu FDI-ja u BDP-a sa 0,46% na rekordnih 3,40%. Između ostalog, takav nagli rast može se opravdati procesima liberalizacije i globalizacije što se konkretno očituje u internacionalizaciji poslovnih subjekata zemalja u razvoju što je bio okidač za porast priljeva FDI-ja u SAD (Lasak, 2018.).

Za vrijeme mandata predsjednika Georgea W. Busha koji je trajao od 2000. do 2008. godine, SAD je isticao prednosti FDI-a te su se zalagali za otvorenu ekonomiju, a među mnogobrojnim alatima za privlačenje stranih ulaganja bio je i program *Invest in America and Open Investment Initiatives* (Lasak, 2018.). Takva politika je dovela do rasta FDI-a u SAD-u koji je zaustavljen tek financijskom krizom 2008. godine. Prvu polovicu 2010-ih godina obilježilo je stabilno kretanje FDI-ja, a 2015. godine zabilježeni su najveći neto priljevi u SAD u iznosu od 511 milijardi dolara. U posljednjih pet godina FDI u SAD-u su na nešto nižoj razini, djelomično i pod utjecajem politike predsjednika Trumpa koja je uvela određene restrikcije na FDI iz pojedinih ekonomija kao što je primjerice Kina. Bez obzira na to, SAD su danas najveća zemlja primateljica inozemnih stranih ulaganja, a najveći investitori su Japan, Ujedinjeno Kraljevstvo i Kanada (Statista, 2020.).

Slika 4. BDP po stanovniku u SAD-u od 1981. do 2019. godine (u \$)



Izvor: The World Bank, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (10.03.2021.)

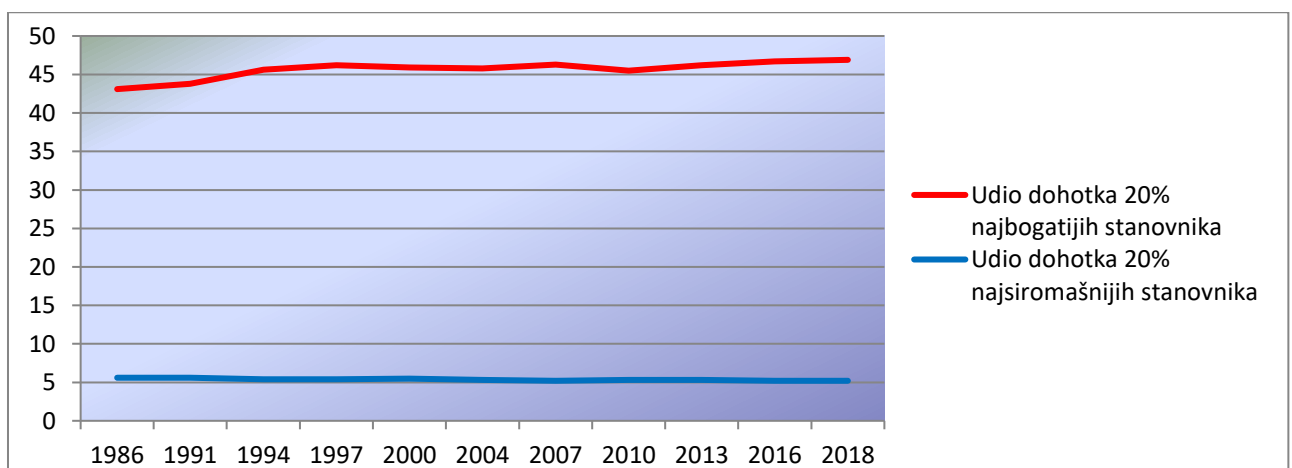
Osim inozemnih izravnih investicija, koje su pod utjecajem financijske liberalizacije zabilježile značajan porast, posljednjih godina još jedan pokazatelj gospodarskog rasta i napretka zabilježio sličan rezultat. Slika 4 prikazuje trend kretanja BDP-a po stanovniku u

SAD-u u promatranom razdoblju otkada su se intenzivirale reforme financijske liberalizacije te je od 1982. godine, kada je promatrani pokazatelj bio najniži te je iznosio 28 235\$, do 2019., koja je posljednja godina promatranja te ujedno i ona s najvećim BDP-om po stanovniku od 55 753\$, izabrani pokazatelj zabilježio rast od 97,5%. Značajniji pad BDP-a po stanovniku dogodio se samo 2009. godine kada je, u odnosu na godinu ranije, pao za 4,4%.

S druge strane, financijska liberalizacija sa sobom nosi i određene negativne učinke koji se odražavaju na učinkovitost i djelotvornost financijskog sustava, neke njegove segmente ili na druge makroekonomske varijable čime se smanjuje ekonomski rast. Kako je pretjerana deregulacija često nuspojava financijske liberalizacije, u skladu s time financijske institucije i sudionici na financijskim tržištima skloni su pretjeranom preuzimanju rizika koje dovodi u pitanje stabilnost financijskog sustava i ekonomije u cjelini, ne samo SAD-a, već i globalne ekonomije zbog sveopće integriranosti svjetskih financijskih centara. Upravo je kriza iz 2008. godine pokazala samu srž i upitnost učinkovitosti financijske liberalizacije kada je ekonomska kriza pogodila gotovo svaku zemlju svijeta i na nekima od njih ostavila vidljive posljedice sve do danas.

Osim općenitih učinaka koji su ranije spomenuti, u SAD-u je pod utjecajem financijske liberalizacije jasno vidljiv efekt raslojavanja društva gdje sve više raste jaz između dohotka najbogatijih i najsiromašnijih građana.

Slika 5. Udio dohotka 20% najbogatijih i 20% najsiromašnijih stanovnika u ukupnom dohotku od 1986. do 2018. godine



Izvor: The World Bank, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Iz Slike 5 može se zaključiti kako je financijska liberalizacija u SAD-u dovela do rasta nejednakosti u distribuciji dohotka. Tako je udio dohodak 20% najsiromašnijih stanovnika pao sa 5,6% u 1986. na 5,2% u 2018. godini, dok je u istom razdoblju udio dohotka 20% najbogatijih građana porastao sa 43,1% na 46,9%. Takav trend može se objasniti sve većim utjecajem financijske liberalizacije na nefinancijske kompanije od strane institucionalnih investitora koji su 1980-ih godina počeli sve više zauzimati poziciju važnog sudionika na financijskom tržištu.

Nadalje, zbog stalnog pritiska da racionaliziraju i smanje troškove poslovanja te ispune očekivane povrate, nefinancijske kompanije su i same počele ulagati u instrumente na financijskim tržištima pri čemu je posljedica ulaganja u financijsku imovinu umjesto proizvodne i druge djelatnosti koja stvaraju radna mjesta, uz ostale faktore, dovelo je do smanjenja pregovaračke moći radnika (Evans, 2014., str. 5) pri čemu je došlo do pritiska na smanjenje plaća radnika. Prema procjenama Instituta za ekonomsku politiku, između 1979. i 2007., stvarne plaće za najniže plaćenih 20% radnika povećao se za 10%, a za srednjih 20% radnika za 20%, a većinom se povećanja plaća odnose na razdoblje kratkotrajnog snažnog rasta za vrijeme 1990-ih godina, a u isto vrijeme je zabilježen snažni rast plaća 20% zaposlenika s najvećom plaćom pri čemu su najviše profitirali 1% radnika s najvećim dohotkom koji su zabilježili rast od 240% (Mishel et al, 2012, prema Evans 2014., str. 5). Može se zaključiti kako je financijska liberalizacija i razvoj financijskog sektora u SAD-u povezana s rastom nejednakosti dohotka pri čemu se dohodak bogatih višestruko povećao, dok je dohodak srednje i niže klase stagnirao ili neznatno porastao.

Ono što se svakako može povezati sa SAD-om kada govorimo o negativnim učincima financijske liberalizacije je i povećanje ranjivosti financijskog sustava na nastanak kriza u nekom od segmenata financijskog sektora. Financijske krize iz 1987. i 2008. pokazale su kako je u SAD-u, uz financijsku liberalizaciju, kao nusproizvod došlo i do deregulacije financijskih institucija što je bio temelj za nastajanje neravnoteža u financijskom sektoru.

## **4.2 Financijska liberalizacija na primjeru Japana**

Japan se u godinama nakon završetka Drugog svjetskog rata vrlo brzo probio na mjesto druge svjetske ekonomske sile, odmah iza SAD-a. Tome su pridonijele odluke o napuštanju imperijalističkih ambicija iz ratnih godina, brza i učinkovita obnova te okretanje

kapitalističkom sustavu kao temelju pokretanja ekonomije. Sljedeći korak u razvoju Japana bio je proces provedbe financijske liberalizacije koji je dijelom proveden pod utjecajem drugim država, pretežito SAD-a kao vodeće ekonomske sile i jednog od najvećih ekonomskih partnera Japana, no treba istaknuti kako je financijska liberalizacija Japan i japanska poduzeća učinila konkurentnijima te je ujedno bila i poticaj za međunarodno otvaranje i razvoj japanskih tržišta kapitala.

Hoshi et al. (2016, str. 5) ističu četiri prekretnice procesa financijske liberalizacije u Japanu: (1) Postupna liberalizacija tržišta kapitala 1960-ih i 1970-ih godina, (2) Otvoreno članstvo na Tokijskoj burzi (eng. Tokyo Stock Exchange) izazvano američko-japanskim Odborom za dolar i jen (eng. US-Japan Yen-Dollar Committee) tijekom 1980-ih, (3) Rast broja kompanija s vrijednosnim papirima u stranom vlasništvu koje ulaze na japansko tržište zbog donošenja zakona u vezi sa Stranim Vrijednosnim Papirima iz 1971. godine, i (4) Uspostavljanje tržišta obveznica i financijskih derivata u drugoj polovici 1980-ih godina. Osim toga, tijekom 80-ih godina prošlog stoljeća došlo je do liberalizacije kamatnih stopa i bankovnog sustava čime je bankama dano dopuštenje za trgovanje vrijednosnim papirima. Takahashi (2011) navodi pet razloga koji su potaknuli financijsku liberalizaciju:

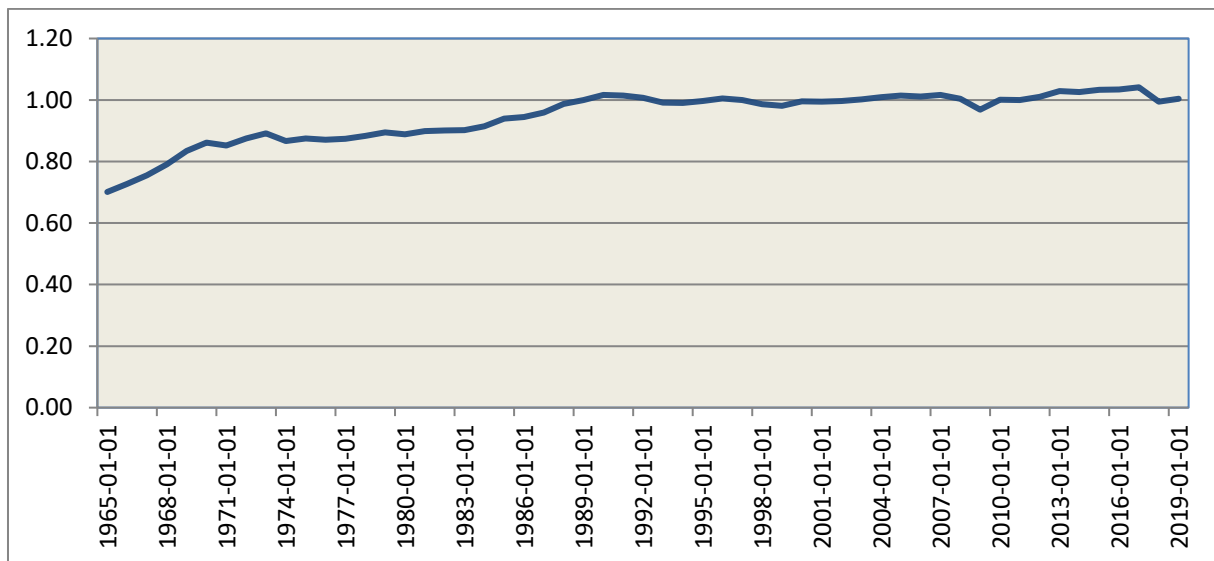
- (1) Strukturna promjena novčanog toka,
- (2) Akumuliranje financijske imovine u privatnom sektoru,
- (3) Razvoj tržišta obveznica,
- (4) Internacionalizacija i usvajanje fluktuirajućeg režima deviznog tečaja i
- (5) Inozemni pritisci.

Događaj koji je prethodio početku provedbe liberalizacije jest članstvo Japana u OECD-u 1964. godine. "Nekoliko godina kasnije, 1967. godine započela je prva faza u liberalizaciji izravnih stranih investicija pri čemu je dano automatsko odobrenje za inozemno vlasništvo do 100% u 17 industrija i do 50% strano vlasništvo u još 33 industrije. Tijekom 2. faze liberalizacije 1969. godine, dana je automatska suglasnost za strano vlasništvo do 100% u 44 industrije i do 50% stranog vlasništva u još 160 industrija. Liberalizacija 3. faze 1970. godine dala je automatsko odobrenje za mnogo veći raspon industrija (do 100% za 77 industrija i do 50% za 447 industrija). Tada je 1971. u fazi 4 liberalizacije bilo do 100% stranog vlasništva odobreno automatski za 228 industrija i do 50% za sve ostale industrije, osim za 7 industrija (među kojima su poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo, rudarstvo, naftna industrija, industrija kože te maloprodajni objekti s više od 11 poslovnica) koje su trebale provjeru od slučaja do

slučaja, odnosno te industrije nisu bile obuhvaćene procesom liberalizacije zbog politike zaštite resursa te zaštite malih i srednjih poduzeća" (Hoshi et al., 2016.). Međutim, bitnije promjene u kretanjima tokova FDI-ja bile su vidljive tek nakon revizije Zakona o deviznom poslovanju i kontroli vanjske trgovine (engl. Foreign Exchange and Foreign Trade Control Act) 1980. godine. Usprkos tome, Japan je i dalje jedna od zemalja OECD-a koja prima najmanje izravnih stranih investicija, a Hoshi et al. (2016, str. 24) ukazuju da je to posljedica poteškoća u angažiranju ljudskih resursa zbog niske razine mobilnosti na japanskom tržištu rada, visokih troškova energije, složenog sustava distribucije koji dovodi do visokih troškova distribucije i visoke stope poreza na dobit.

Također, učinak japanskom otvaranju inozemnim stranim investicijama ogleda se i u povećanju ukupne faktorske produktivnosti (eng. total-factor productivity, TFP). Jednostavno rečeno, TFP je pokazatelj koji iskazuje produktivnost faktora proizvodnje, rada i kapitala, u procesu dobivanja konačnog proizvoda, a smatra se da također izražava i napredak u tehnologiji i inovativne promjene u metodama upravljanja i prodaje.

Slika 6. Ukupna faktorska proizvodnost u Japanu između 1965. i 2019. godine



Izvor: Federal reserve bank of St. Louis, dostupno na: <https://fred.stlouisfed.org>

Slika 6 prikazuje kretanje ukupne faktorske produktivnosti od 1965. godine, odnosno godinu dana otkako je Japan postao članica OECD-a što se smatra jednim od pokretača i akceleratora financijske liberalizacije. Može se zaključiti kako je financijska liberalizacija pridonijela rastu TFP-a zbog činjenice da je u godinama kada je TFP bilježio najveće stope tijekom 70-ih i 80-ih godina prošlog stoljeća priljev inozemnih izravnih investicija iz godine u godinu rastao za

barem 30%, dok je u godinama smanjenja TFP-a početkom 1990-ih te za vrijeme financijske krize 2008. priljev inozemnih izravnih investicija bilježio jednoznamenasti rast (Hoshi et al., 2016., str. 31).

Kada se govori o investiranju nerezidenata u vrijednosne papire na japanskim tržištima kapitala, isprva je za to bilo potrebno prethodno odobrenje izvršne vlasti, no 1952. godine i Zakonom o deviznom poslovanju i kontroli vanjske trgovine uveden je sustav automatskog odobravanja prema kojem su određene transakcije bile automatski odobrene od strane središnje banke Japana (engl. Bank of Japan).

Sukladno povećavanju ulaganja u vrijednosne papire, društva s vrijednosnim papirima u stranom vlasništvu sve su više zahtijevali odobrenje kako bi postali punopravni članovi Tokijske burze te im je to pravo omogućeno revizijom Zakona o vrijednosnicama i razmjeni (eng. Securities and Exchange Act) 1982. godine.

Ulaskom stranog kapitala na japansko financijsko tržište došlo je do učinkovitijeg formiranja cijena, dok je raznolikija struktura investitora koji ulaze na tržište donijela širi spektar mogućnosti za rast prihoda zbog uvođenja novih metoda trgovine. Osim toga, kompanije koje su emitirale vrijednosne papire bez problema su prikupljali kapital u inozemstvu što je prije bilo otežano ili neostvarivo. S druge strane, ulazak stranih kompanija sa sobom je nosio i određene rizike i nedostatke. Jedan od njih bio je odljev dohotka u druge zemlje, dok se drugi očitovao u nestabilnom zapošljavanju u financijskoj industriji zbog kraćeg poslovnog ciklusa stranih tvrtki u usporedbi s japanskim korporacijama, odnosno postojao je rizik od čestih otpuštanja ili čak naglog povlačenja s tržišta.

Zadnja faza financijske liberalizacije u Japanu obuhvaćala je uspostavljanje i liberalizaciju tržišta obveznica i financijskih derivata krajem 70-ih i tijekom 80-ih godina prošlog stoljeća. Za tržište obveznica mogu se istaknuti dvije godine tijekom navedenog razdoblja koje su za proces liberalizacije bile od iznimne važnosti.

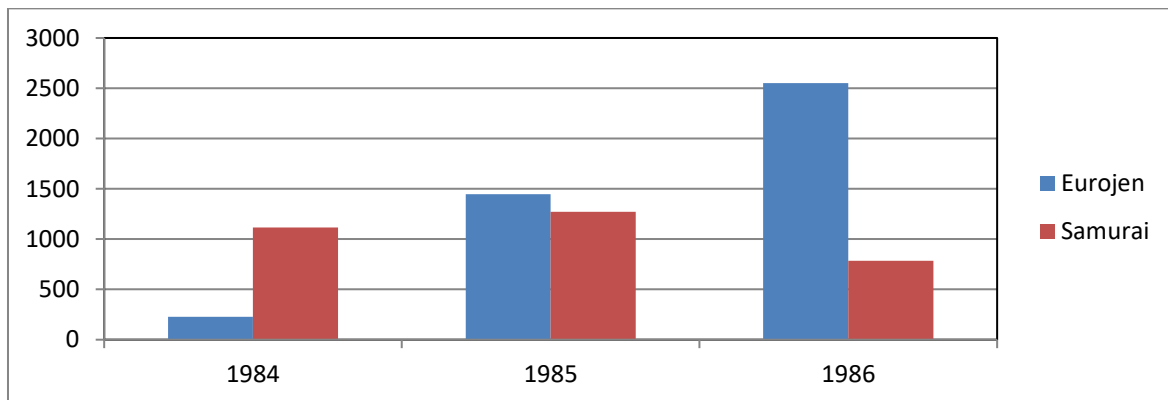
Usljed sve većih globalizacijskih procesa i internacionalizacije japanske ekonomije povećala se inozemna potražnja za jenom što je 1977. godine dovelo do odluke o dopuštanju izdavanja eurojenskih obveznica nerezidenata, a prva eurojenska obveznica izdana je od strane Europske Investicijske Banke (eng. European Investment Bank, EIB) u svibnju 1977. godine. Pri tome treba razlikovati eurojenske obveznice koje su obveznice denominirane u jenima emitirane na stranom tržištu od stranih obveznica (tzv. Samuraj obveznice) koje su

denominirane u jenima koje je emitirao nerezident na japanskom tržištu, a čija je liberalizacija prethodila liberalizaciji eurojenskih obveznica i provedena je početkom 70-ih godina.

Sljedećih nekoliko godina Vlast u Japanu stavila je naglasak na ublažavanje ograničenja na tržištu obveznica čime je tržište postalo fleksibilnije, procedure izdavanja jednostavnije, a revidiran je i porezni zakon čime su eurojenske obveznice postale atraktivnije nerezidentima (Hoshi et al., 2016., str. 56).

Drugu fazu u liberalizaciji tržišta obveznica obilježila je 1984. godina kada je rezidentima Japana omogućeno emitiranje eurojenskih obveznica pri čemu su važan faktor bile i SAD koje su naporima i zalaganjem za internacionalizacijom jena, kao i dobrim ekonomsko-političkim odnosima s Japanom, ovaj proces dodatno ubrzale. U drugoj polovici 1980-ih godina nastavljen je proces faznog procesa liberalizacije i deregulacije tržišta obveznica koji je u potpunosti završen 1998. godine. Kako se proces liberalizacije eurojenskih i stranih (samuraj) obveznica denominiranih u jenima odvijao istovremeno, tako su dva tržišta postali jedno drugome konkurencija.

Slika 7. Izdane eurojenske i samuraj obveznice između 1984. i 1986. godine (u milijardama jena)



Izvor: Ministry of Finance, International Finance Bureau Annual Report, (prema Hoshi et al., 2016., str. 61.)

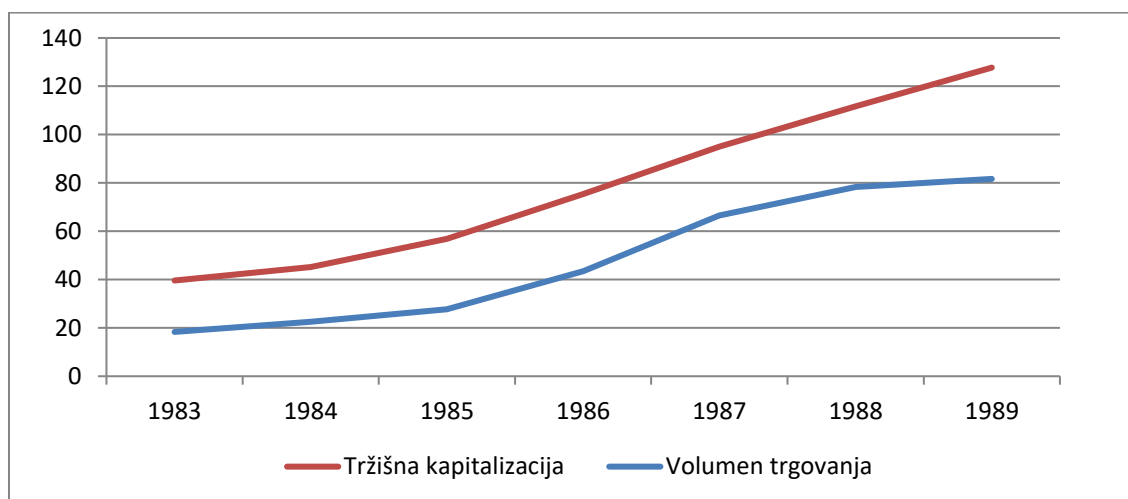
Slika 7 prikazuje odnos kretanja ukupnog iznosa emisije dviju nerezidentnih obveznica te se može primijetiti trend rasta eurojenskih obveznica te pad ukupnog iznosa emisije samuraj obveznica. 1984. godine iznos emisije samuraj obveznica iznosio je 1114,5 milijardi jena naspram 227 milijardi eurojenskih obveznica. Međutim, uslijed donesenih odluka Američko-japanskog Odborom za dolar i jen (eng. US-Japan Yen-Dollar Committee) koji je ublažavao propise izdavanja za eurojenske obveznice, dok je liberalizacija samuraj obveznica zaostajala,



došlo je do promjena odnosa stanja na tržištu te je 1985. godine iznos emisije eurojenskih obveznica premašio samuraj obveznice, a 1986. godine eurojenske obveznice zabilježile su rapidni rast s emisijom od 2551,5 milijardi jena, dok su samuraj obveznice iznosile 785 milijardi jena, odnosno pad iznosa emisije od 487,5 milijardi jena u odnosu na 1985. godinu. Hoshi et al. (2016) također argumentiraju kako je pad samuraj obveznica posljedica manje fleksibilnosti te često dugo vrijeme bez nove emisije što je investitore usmjeravalo na tržište eurojenskih obveznica.

Analizom japanskog primjera provedbe financijske liberalizacije može se zaključiti kako je ona provedena vrlo temeljito, planirano te postepeno kako bi se financijski sustav na vrijeme prilagodio te kako bi se izbjegli šokovi od naglih reformi koje bi posljedično ugrozile tijekom liberalizacije, ali i zaustavile razdoblje ekonomskog rasta. Ono što posebno karakterizira Japan vezano uz ovu temu jest revizija te izmjene velikog broja pravnih akata koji su ograničavali međunarodno kretanje kapitala s Japanom zbog čega je ovaj proces trajao nekoliko desetljeća, no učinjenim financijskim reformama konkurentnost japanskih poduzeća i financijskih tržišta je osnažila, a stabilna institucionalna infrastruktura uvelike je pridonijela razvoju i rastu financijskih tržišta što je povratno utjecalo na dostupnija i povoljnija sredstva poduzećima i ostalim zajmoprimcima čime se utjecalo na porast investicija povećavajući pritom ukupni bruto domaći proizvod.

Slika 8. Tržišna kapitalizacija i volumen trgovanja na tržištu dionica u Japanu između 1983. i 1989. godine (%BDP-a)

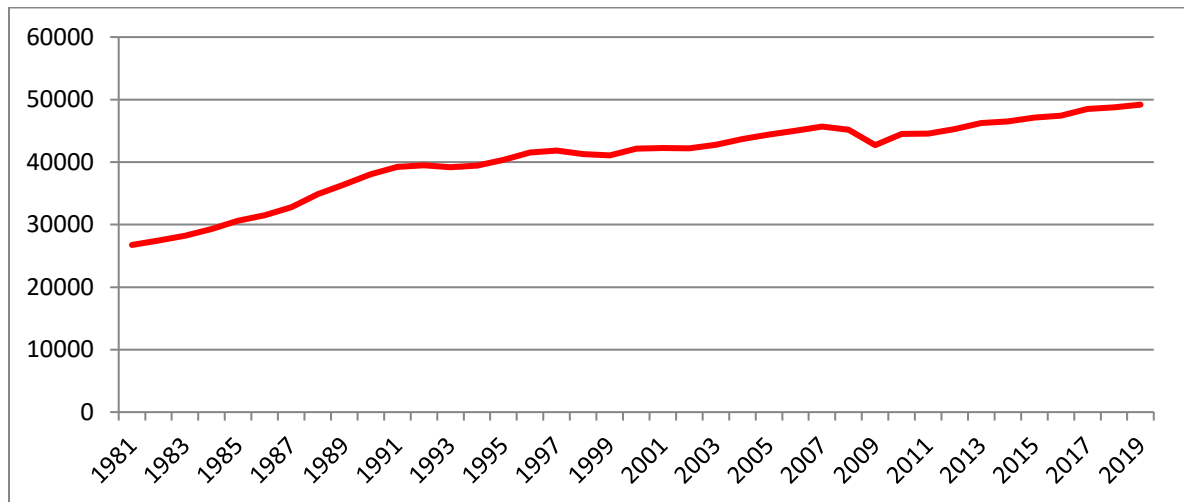


Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Prethodno rečeno može se potkrijepiti Slikom 8 na kojoj su prikazana dva pokazatelja koja potvrđuju prethodnu tezu o utjecaju liberalizacije na razvoj financijskih tržišta, u konkretnom slučaju na razvoj tržišta dionica. U promatranom razdoblju između 1983. i 1989. godine, kada je financijska liberalizacija bila u punom jeku, tržišna kapitalizacija narasla je s 45% BDP-a na 127% BDP-a, dok se u istom razdoblju volumen trgovanja na tržištu dionica povećao s 22% na 81% BDP-a.

Slika 9. BDP po stanovniku u Japanu od 1981. do 2019. godine (u \$)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

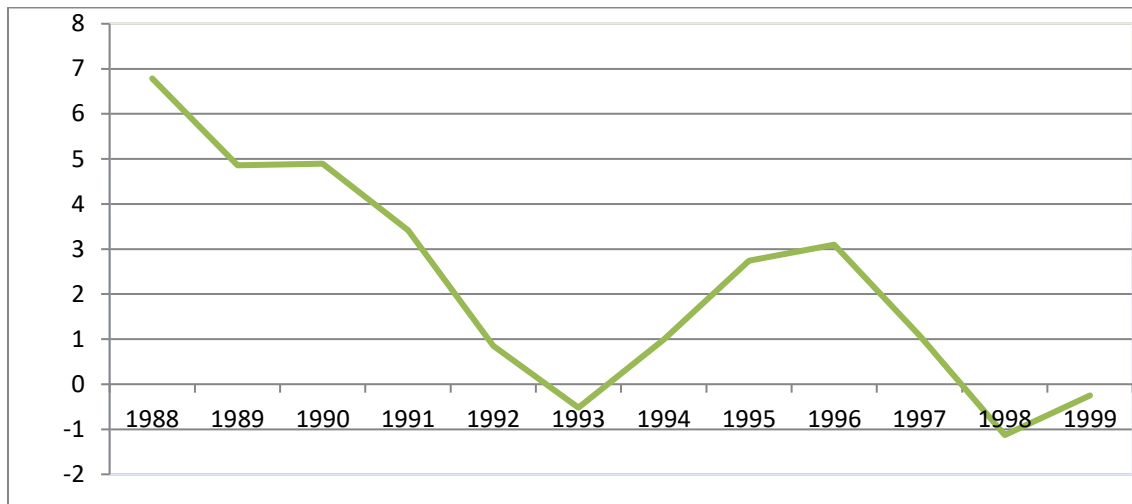
<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (10.03.2021.)

Osim razvoja tržišta kapitala, vrijeme financijske liberalizacije uočen je snažan porast BDP-a po stanovniku što je prikazano na Slici 9. On je najizraženiji bio u razdoblju između 1981. do 1992. godine kada je porastao s 26 744\$ na 39 488\$, odnosno za 47,7%. Nakon nešto slabijeg rasta u vidu povećanja BDP-a po stanovniku u 1990-im godinama, od 2000. do 2019. godine ponovno je zabilježen značajniji porast s 42 169\$ na 49 187\$, odnosno 16,7%. Japan je snažniji pad izabranog pokazatelja, kao i SAD, zabilježio samo 2009. godine pod utjecajem globalne financijske i gospodarske krize.

Ipak, ni Japan nije ostao lišen i određenih negativnih učinaka financijske liberalizacije koji su se ponajviše odrazili na kreiranje cjenovnog balona imovine (pretežito nekretnina i dionica) gdje su banke imale ključnu ulogu. Razvojem tržišta vrijednosnih papira sve se više poduzeća financiralo izdavanjem obveznica ili dionica umjesto kreditima kod poslovnih banaka što je banke primoralo da izgubljeni prihod nadoknadi u nekom drugom sektoru te su sve više kredita plasirali u sektor nekretnina gdje su povrti bili veći. U isto vrijeme, kao kolateral su služile same nekretnine za koje se u to vrijeme smatralo da su najsigurniji oblik osiguranja jer

sve do 1990-ih godina Japan nikad nije bio suočen s dugotrajnijim padom cijena nekretnina. No, početkom 1990-ih godina došlo je do drastičnog pada cijena nekretnina i dionica te rasta kamatnih stopa pri čemu su banke postale suočene s velikim brojem nenaplativih kredita, a Takahashi (2011, str. 12) kao glavne uzroke tomu navodi: pretjerani optimizam glede budućnosti japanske ekonomije, loše upravljanje kreditnim rizikom banaka te slaba prudencijalna regulacija.

Slika 10. Trend rasta i pada BDP-a u Japanu između 1988. i 1999. godine (%-tna promjena)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Razdoblje koje je uslijedilo za Japan naziva se "izgubljeno desetljeće" koje karakterizira period ekonomske stagnacije i deflacije. Iz Slike 10 može se primijetiti drastičan pad japanskog domaćeg proizvoda koji je na vrhuncu prije ekonomske krize iznosio 6,8% dok je 1993. godine iznosio -0,5%. Između 1994. i 1996. godine ponovno je zabilježen rast BDP-a, no 1997. godinu obilježila je financijska kriza zemalja Jugoistočne Azije što se negativno odrazilo i na japansko gospodarstvo te je 1998. godine BDP iznosio -1,1%.

Primjer Japana pokazao je kako je proces financijske liberalizacije vrlo zahtjevan zadatak koji traži sudjelovanje svih subjekata za postizanje željenih rezultata. Iako je Japan reformama pristupio gradualno te s unaprijed planiranim programima za svaku sljedeću fazu, ni on nije ostao imun na negativne učinke u obliku financijske krize te ekonomske stagnacije koja je u Japanu trajala punih deset godina. No, usprkos tome, Japan je svojim reformama donekle uspio postići ono čemu je težio, a to je ravnoteža između učinkovitosti i rastu s jedne te stabilnosti s druge strane.

### 4.3 Financijska liberalizacija na primjeru razvijenih europskih zemalja

Većina razvijenih zemalja Europe reforme financijske liberalizacije provele su tijekom druge polovice 20. stoljeća, a među njima su i Skandinavske zemlje Norveška, Švedska i Finska koje će biti predmetom analize u ovom poglavlju. Prije same analize procesa financijske liberalizacije i posljedica koje je ona ostavila na gospodarstva triju zemalja, izložit će se ekonomski, društveni, politički i drugi segmenti koji povezuju Norvešku, Švedsku i Finsku zbog čega su učinci financijske liberalizacije na sve tri promatrane države bili slični te su se pojavili u relativno jednakom vremenskom intervalu.

Norveška, Švedska i Finska su zemlje smještene na Skandinavskom poluotoku na sjeveru Europe. Iako su površinom relativno velike, zajedno imaju svega 21 milijun stanovnika, pri čemu Švedska broji oko 10,3 milijuna stanovnika, dok Norveška i Finska imaju sličnu populaciju od 5,3, odnosno 5,5 milijuna stanovnika (Eurostat, 2020.) Iako populacijom ne čine ni 1% ukupnog stanovništva Europe, one su među najrazvijenijim državama Europe i Europske unije s iznadprosječnim BDP-om po stanovniku. Nadalje, kada se govori o ovim zemljama u političkom i ideološkom kontekstu, one dijele duboke demokratske vrijednosti temeljene na egalitarizmu, toleranciji i vladavini prava.

Osim demokratskih i socijalnih vrijednosti, Skandinavske zemlje dijele i duboke ekonomske veze. Od 1954. godine Norveška, Švedska i Finska imaju uspostavljeno zajedničko tržište rada koje je povećalo mobilnost radne snage, smanjilo nezaposlenost te utjecalo na unaprjeđenje produktivnosti. Valutni režim druga je poveznica triju država jer su sve bile dio Bretton Woods sustava, odnosno tečaj nacionalnih valuta bio je fiksni i vezan za dolar, sve do 1971. godine. Nakon raspada Bretton Woodskog sustava, države su razmišljale o uvođenju režima fluktuirajućeg deviznog tečaja, međutim od toga su odustale te se fiksni devizni režim održao sve do 1992. godine kada je ukinut zbog prevelikog pritiska tržišta na nacionalne valute.

Skandinavske je zemlje nakon završetka Drugog svjetskog rata karakterizirala politika kontrole kapitalnih kretanja koja je potrajala sve do 1980-ih godina kada su ta ograničenja ukinuta čime su se one razlikovale od razvijenih zemalja Zapadne Europe koje su kapitalne kontrole ukinule neposredno nakon prestanka ratnih zbivanja, a funkcija kapitalnih kontrola u to vrijeme bila je očuvanje fiksnog deviznog tečaja (Honkapohja, 2012.).

Što se tiče financijskog sustava, on je svim zemljama bankovno orijentiran gdje su banke prije liberalizacije 1980-ih godina bile uglavnom privatne te strogo regulirane i nadzirane od strane države. Stroga regulacija podrazumijevala je i vrlo oštra ograničenja u vidu kontrole količine odobrenih kredita, visine kamatnih stopa na depozite i kredite pri čemu se to zatim odrazilo na visinu kamatne marže. "Kontrolirane su također i strane stavke i devizne pozicije banaka, kao i naknade koje su banke naplaćivale, a likvidnost banaka osiguravala se sredstvima središnje banke. Takav strogi režim donio je prednosti u obliku stabilnih bilanci i dobiti banaka te niske razine nenaplativih kredita, ali i negativne posljedice ovakve politike kao što je smanjenje operativne učinkovitosti" (Honkapohja, 2012., str. 8).

Ovakva se financijska regulacija smatrala učinkovitom tijekom 1960-ih i 1970-ih godina iz više razloga. "Kontrolom toka kapitala Norveška, Švedska i Finska izolirale su se iz međunarodnih financijskih kretanja omogućivši time dalekosežnu intervencionističku i selektivnu monetarnu i fiskalnu politiku. Monetarna je politika korištena za subvencioniranje pojedinih gospodarskih grana koje je vlada podržavala u vidu niskih kamatnih stopa i visoke ponude kredita, a investicije poduzeća i kućanstava često su bile objektom raznih poreznih olakšica. Osim toga, kontrola kapitalnog računa služila je središnjim bankama kao temelj prema kojem su određivale visinu kamatne stope te distribuciju i količinu protoka kapitala unutar domaćih gospodarstava, sukladno političkim prioritetima" (Jonung, 2008., str. 4).

No, uz brojne prednosti, krajem 1970-ih godina na vidjelo su počele izlaziti i negativne posljedice kontrole kapitalnih kretanja te pretjeranog državnog intervencionizma u Skandinavskim zemljama koje su se u najvećoj mjeri očitovale u neučinkovitoj upotrebi i alokaciji ekonomskih resursa, a uz to se na tržištu se pojavilo i paralelno, sivo bankarsko tržište gdje su zajmodavci i zajmoprimeci izravno stupali u poslovni odnos te time još više doprinosili neravnoteži u financijskom sustavu.

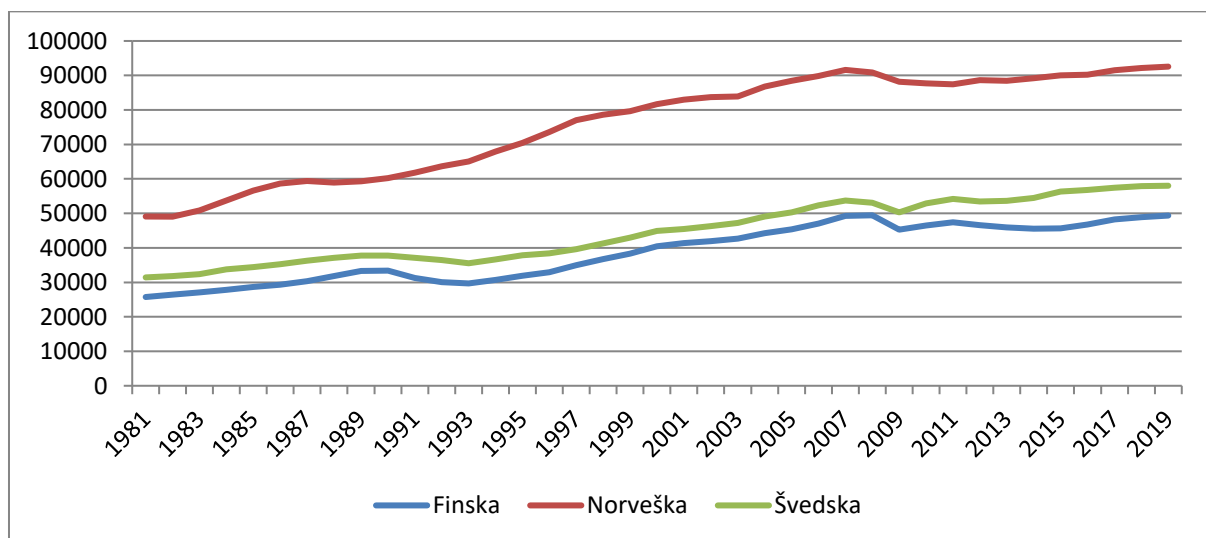
Osim ekonomskih razloga koji su bili povod za reforme financijske liberalizacije u Skandinavskim državama početkom 1980-ih godina, kao čimbenik koji je ubrzao taj proces jest i vanjski utjecaj, odnosno utjecaj međunarodnih ekonomskih i političkih organizacija poput EU, OECD-a i MMF-a za provedbom liberalizacije financijskog sustava te ublažavanje restrikcija međunarodnih transakcija. Početkom 1980-ih godina Skandinavske su zemlje započele provedbu financijske liberalizacije koja je zahvatila cijeli financijski sustav na čelu s poslovnim bankama kao institucijama od najvećeg značaja u promatranim zemljama. Proces je to koji je bio proveden tijekom duljeg vremenskog razdoblja kako bi se financijski sustav

na vrijeme prilagodio na nove uvjete poslovanja te kako bi se negativni učinci provedenih reformi sveli na minimum.

Ublažavanje ograničenja nametnutih poslovanju banaka, kao i liberalizacija financijskih tržišta i kapitalnog računa, između ostalog, obuhvaćala je sljedeće mjere:

- (1) Ukidanje gornjih granica za kamatne stope na depozite i kredite banaka,
- (2) Uspostavljanje i poslovanje podružnica stranih banaka te dozvola domaćim bankama za ulaganje u strane vrijednosne papire te plasiranje kredita nerezidentima,
- (3) Ukidanje ograničenja za kredite u stranim valutama,
- (4) Ukidanje dopunskih zahtjeva za rezervom,
- (5) Rezydentima je omogućeno trgovati stranim vrijednosnicama na tržištu kapitala,
- (6) Uklanjanje gornje granice novih izdavanja obveznica privatnih i javnih kompanija,
- (7) Uklanjanje deviznih kontrola,
- (8) Liberalizacija prekograničnih kratkoročnih kretanja kapitala (Honkapohja, 2012.).

Slika 11. BDP po stanovniku u Finskoj, Norveškoj i Švedskoj od 1981. do 2019. (u \$)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

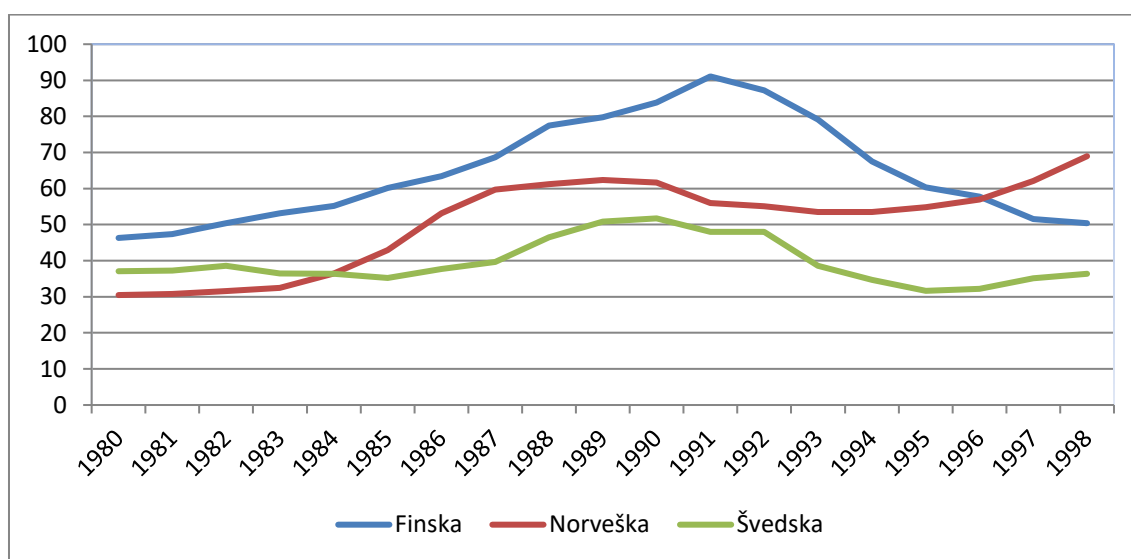
<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (10.03.2021.)

Na Slici 11 prikazano je kretanje BDP-a po stanovniku kao jednog od temeljnih pokazatelja gospodarskog rasta i razvoja. Kao i na primjerima SAD-a i Japana gdje je promatran isti pokazatelj, kod triju Skandinavskih zemalja primjetan je značajan rast BDP-a po stanovniku pri čemu je Finska od 1981. do 2019. zabilježila rast od 91,9%, Norveška 88,5% te Švedska 84,6%. Jedina razdoblja neznatnog pada izabranog pokazatelja bila su početkom 1990-ih

godina kada su se Finska, Norveška i Švedska susrele s ekonomskom krizom te 2008. godine pod utjecajem globalne ekonomske krize kojom su bile zahvaćene gotovo sve zemlje svijeta.

Osim utjecaja na kretanje BDP-a po stanovniku kao čimbenika gospodarskog rasta, financijska je liberalizacija izazvala i mnoge druge promjene u financijskom sustavu. Ono što je uslijedilo nakon provođenja reformi financijske liberalizacije jest naglo povećanje odobrenih kredita od strane poslovnih banaka što je bilo za očekivati s obzirom na to da više nije bilo regulatornih ograničenja u vidu visine kamatnih stopa te je pritom došlo do porasta konkurencije između banaka.

Slika 12. Krediti odobreni privatnom sektoru od 1980. do 1998. godine (% BDP-a)



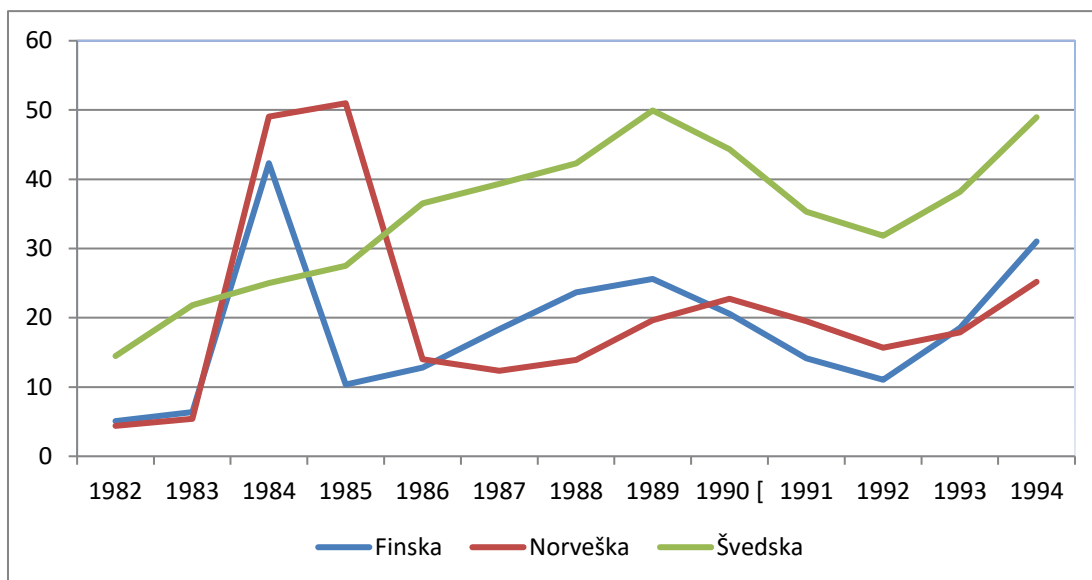
Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Sa Slike 12 može se zaključiti kako je tijekom 1980-ih godina došlo do značajnog povećanja kredita odobrenih privatnom sektoru (posebice u Finskoj, a malo manje u Norveškoj i Švedskoj) što je potrajalo do početka 1990-ih godina. Jonung (2008., str. 6) kao čimbenik koji se također mora uzeti u obzir kod analize povećane potražnje za zajmovima kućanstava i poduzeća ističe realne kamatne stope nakon oporezivanja korigirane inflacijskim očekivanjima koje su bile vrlo blizu ili jednake nuli. Razdoblje između 1985. i 1990. godine smatra se najplodonosnijem kada se govori o utjecaju financijske liberalizacije na ekonomski rast Skandinavskih država kada je zabilježena vrlo visoka stopa zaposlenosti te povećanje ukupne potrošnje te se s pravom može reći kako ona zaslužna za nagli ekonomski procvat sredinom 1980-ih godina.

Nadalje, povećanjem broja novoodobrenih kredita došlo je do prijenosa dijela novčanih sredstava prema tržištima kapitala pri čemu je zabilježen rast cijena imovine, posebice dionica te cijena nekretnina. Zatim, posljedično tome, porast cijena imovine bio je temelj za rast cijena kolaterala što je u kumulativnom procesu utjecalo na još veću ekspanziju kredita u Skandinavskim zemljama, posebice Finskoj, u kojoj je iznos odobrenih domaćih kredita privatnom sektoru 1991. godine iznosio 91% BDP-a. No, kasnije će se pokazati kako je pretjerano ekspanzivno i optimistično ponašanje banaka zamka koja je vodila ka stvaranju balona cijena imovine kao što je bio slučaj i kod Japana što će se negativno odraziti na makroekonomske pokazatelje rasta i razvoja.

Slika 13. Tržišna kapitalizacija dionica u razdoblju između 1982. i 1994. godine (% BDP-a)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

U istom je razdoblju došlo do naglog povećanja kapitalizacije dionica u Skandinavskim zemljama čemu svjedoči Slika 13, a u Švedskoj je zabilježen najkonstantniji rast tijekom 1980-ih godina s vrhuncem u 1989. godini kada je kapitaliziranost dionica iznosila 49,9% BDP-a. U Finskoj i Norveškoj je pak između 1983. i 1985. godine kapitaliziranost dionica u odnosu na BDP dosegla vrhunac (u Finskoj 1984. 42,3%, a u Norveškoj 1985. 51%) da bi zatim pod utjecajem pada cijene nafte tijekom 1985. i 1986. godine tržišna kapitalizacija pala na razinu od oko 13% BDP-a u obje zemlje. Nakon oporavka cijena nafte došlo je i do oporavka kapitaliziranosti dionica do početka 1990-ih godina.

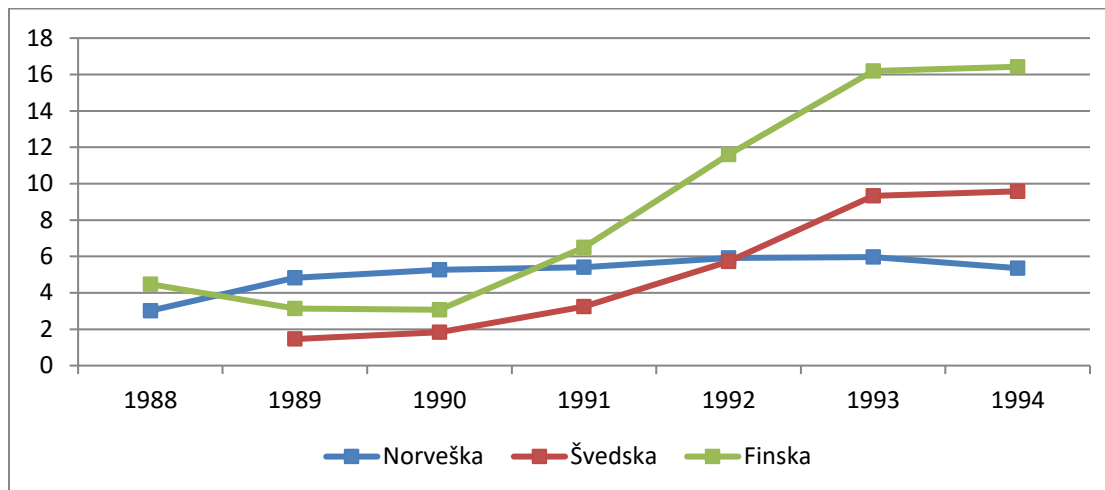


Kada se financijska liberalizacija promatra u cjelini u sve tri zemlje, tijekom provođenja reformi te neposredno nakon došlo je do naglog ekonomskog procvata koji je u vrlo kratkom roku zaustavljen te se ubrzo transformirao u financijsku i ekonomsku krizu s velikim gubicima. Od 1985. do 1990. godine u Skandinavskim je državama zabilježena nagla ekonomska ekspanzija do koje je prvenstveno došlo zbog liberalizacije bankarskog sektora, ali i zbog liberalizacije kapitalnog računa. Liberalizacija bankarskog sektora uvelike je doprinijela značajnom porastu potražnje za kreditima na što su banke odgovorile većom ponudom istih.

Povećani obujam na bankarskom kreditnom tržištu zatim je utjecao na tržište imovine gdje su rasle cijene dionica i nekretnina, ali je pritom došlo i do sve veće zaduženosti kućanstava i poduzeća. Ako se promatra realna ekonomija, ekspanzivna kreditna politika banaka utjecala je na povećanje investicija, uvoza, potrošnje te na smanjenje izvoza. Početkom 1990. godine pojavili su se prvi znakovi pregrijavanja ekonomije u vidu sve većih aprecijacijskih pritisaka na nacionalne valute uslijed velikog priljeva inozemnog kapitala te pogoršanjem stanja tekućeg računa bilance plaćanja, a precijenjeni tečajevi nacionalnih valuta dodatno su pogoršavali konkurentnost izvoza. Događaj koji je u velikoj mjeri pogodovao bržem razvoju krize u Skandinavskim zemljama jest i ujedinjenje Zapadne i Istočne Njemačke te okret Njemačke prema restriktivnoj monetarnoj politici stvarajući tako pritisak na rast kamatnih stopa i u trima promatranim državama što je dijelom bila posljedica visoke ekonomske povezanosti između Njemačke i Skandinavskih zemalja.

Osim toga, Jonung (2008) ističe kako su rastu kamatnih stopa u Skandinavskim zemljama doprinijeli i špekulativni napadi na nacionalne valute u razdoblju između 1989. i 1992. godine kao i naglo smanjenje stope inflacije potrošačkih cijena. Nagli rast kamatnih stopa bio je glavni povod za krizu financijskog sektora, ali i realnog gospodarstva koja je trajala od 1990. do 1993. godine. Rastom kamatnih stopa značajno je pala potražnja za kreditima banaka (što je vidljivo na Slici 12), banke su bilježile sve više nenaplativih kredita, zabilježen je snažan pad cijena dionica i nekretnina, a padom varijabli BDP-a kao što su investicije i potrošnja kriza je zahvatila i realni sektor. Osim bankarske, ranije spomenuti špekulativni napadi na nacionalne valute uzrokovali su 1992. godine i valutnu krizu, a zbog nemogućnosti daljnjeg odupiranja napadima, potkraj iste godine Norveška, Švedska i Finska prešle su iz fiksnog na režim fluktuirajućeg deviznog tečaja (Jonung, 2008.).

Slika 14. Nezaposlenost (% radno sposobnog stanovništva) između 1988. i 1994. godine



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Bankarska kriza, pad cijena dionica i nekretnina kao i bankroti mnogih poduzeća doprinijeli su povećanju ukupne nezaposlenosti u Skandinavskim zemljama koja je prikazana na Slici 14 pri čemu je Norveška zabilježila tek neznatno povećanje, dok su Švedska, a posebice Finska u periodu između 1990. i 1994. ostvarile nagli rast nezaposlenosti uslijed financijske i ekonomske krize.

Ekonomski i financijski kriza Skandinavskih zemalja još jednom je poslužila kao dokaz da su i visokorazvijene zemlje s razgranatom i stabilnom financijskom i regulacijskom infrastrukturom podložne riziku nastanka velikih makroekonomskih neravnoteža uslijed provedbe reformi financijske liberalizacije. Postavlja se pitanje je li moguće provesti financijsku liberalizaciju bez neposrednih i posrednih negativnih učinaka po gospodarstvo.

Iz primjera SAD-a i Japana koje su u vrijeme provedbe liberalizacije bile dvije vodeće ekonomske sile također su u vrlo kratkom roku nakon reformi iskusile negativne posljedice po realni i financijski sektor u vidu pretjeranog ekspanzivnog i previše optimističnog poslovanja banaka, što vodi brzom rastu cijena i stvaranju cjenovnog balona na tržištu nekretnina i dionica, a zatim u vrlo kratkom roku, pod utjecajem unutarnjih ili vanjskih šokova, dolazi do kontrakcije koju karakterizira rast kamatnih stopa, pad cijena imovine, rast nenaplativih kredita banaka i povećanje zaduženosti kompanija, stanovništva i države. Sve navedeno bi posljedično utjecalo na realni sektor smanjenjem odrednica BDP-a poput izvoza, investicija i potrošnje. Japan i Skandinavske države liberalizaciju su provele planski i u fazama s ciljem

što manjeg destabiliziranja financijskog sustava, no na kraju u tome nisu uspjeli već se ubrzo nakon reformi pojavila kriza.

Najveći problem koji za sobom nosi liberalizacija, a posebno se po tome ističe financijska liberalizacija, jest deregulacija. I dok za vrijeme stroge regulacije financijskog sektora regulator nije u mogućnosti donijeti sve mjere kako bi zaštitio stabilnost financijskog sustava jer financijske institucije uvijek raspolažu s više informacija od regulatora, deregulacija taj omjer samo pogoršava. Osim toga, liberalizacijom dolazi do porasta odobrenih kredita, do otvaranja podružnica i poslovanja stranih banaka u domicilnim zemljama kao i do sve raznovrsnije ponude financijskih usluga čime se konkurencija između financijskih institucija zaoštrava, smanjuju se kamatne marže, a to vodi ka većem preuzimanju rizika te povećanju rizika za nastanak krize u financijskom sustavu.

Honkapohja (2012., str. 17) navodi kako uspješna liberalizacija uvelike ovisi o stupnju ekonomske stabilnosti u stranim državama te o financijskim kretanjima u kritičnim fazama liberalizacije. Drugim riječima, iako su reforme planirane unaprijed, one su se često donosile u neobičnim okolnostima pod utjecajem ekonomskih i političkih čimbenika te pod pritiskom tržišta što bi rezultiralo nepredvidivim posljedicama za gospodarstvo. Ipak, ako se sagleda šira slika financijske liberalizacije i usporede pozitivne i negativne strane, može se zaključiti kako ona vodi razvijenijem financijskom sustavu koje pruža više usluga po povoljnijim cijenama, većem priljevu stranog kapitala kroz izravne inozemne investicije povećavajući tako konkurentnost što vodi ka stvaranju ravnoteže na tržištu, povećanju bruto domaćeg dohotka te ukupnom povećanju životnog standarda i blagostanja.

Međutim, pretjeranom i nekontroliranom deregulacijom kao i neetičnim odlukama financijskih subjekata narušava se stabilnost financijskog sustava te dolazi do povećanja sistemskog rizika, a nastankom krize u financijskom sektoru ona se prelijeva na realni sektor ostavljajući dubok trag na gospodarstvo koje pada u recesiju iz koje nerijetko proizlaze nepojmljivo visoki troškovi.

## **5 UTJECAJ FINANCIJSKE LIBERALIZACIJE NA EKONOMSKI RAST ZEMALJA U RAZVOJU**

Financijska liberalizacija je u manje razvijenim zemljama, odnosno u zemljama u razvoju pod utjecajem razvijenih država, ali i zbog napretka u informacijskoj tehnologiji, komunikacijskim kanalima te ostalih čimbenika globalizacije financijskih sustava i tržišta postala primarnim ciljem nacionalnih politika u posljednjih 20-ak godina 20. stoljeća. Proces se u svojoj srži po malo čemu razlikovao od reformi financijske liberalizacije u razvijenim zemljama, a razvijene su zemlje često služile kao model koji su slijedile zemlje u razvoju.

Iako je financijska liberalizacija proces od kojeg su se očekivale velike koristi u pogledu gospodarskog rasta i razvoja, primjeri zemalja u razvoju diljem svijeta pokazali su kako taj proces u određenim okolnostima može dovesti do golemih makroekonomskih neravnoteža ugrožavajući pritom stabilnost financijskog sustava zbog čijih poremećaja u funkcioniranju u opasnost može doći ne samo financijski sektor, već i ostali segmenti nacionalnih ekonomija. Prasad et al. (2003) nadovezuju se financijskom globalizacijom kao procesom koji je nastao kao posljedica financijske liberalizacije te ističu kako je financijskom globalizacijom u suštini moguće diverzificirati dio dohodovnih rizika na svjetskim tržištima, ali također upozoravaju na porast volatilnosti potrošnje koja se javlja kod financijski integriranih ekonomija u razvoju.

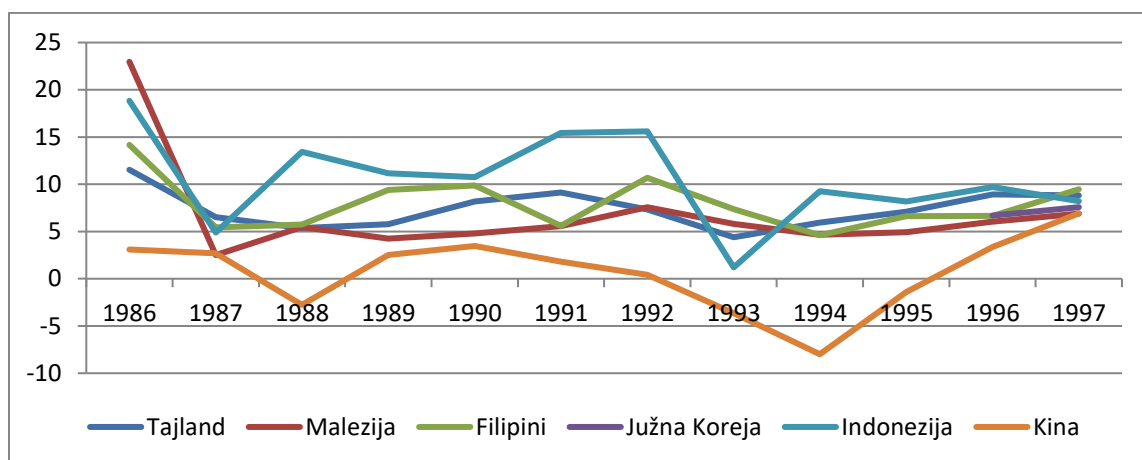
### **5.1 Financijska liberalizacija na primjeru azijskih zemalja u razvoju**

Financijska liberalizacija u azijskim zemljama, odnosno zemljama Jugoistočne Azije koje će biti predmetom ove analize, odvijala se u većini zemalja krajem 80-ih i početkom 90-ih godine 20. stoljeća kada su u vrlo kratkom roku brojna ograničenja koja su se odnosila na kretanje stranog kapitala, poslovanje banaka te trgovanje vrijednosnim papirima na financijskim tržištima ukinuta. U konkretnom slučaju analizirat će se učinci provedenih mjera na šest zemalja, među kojima su: Tajland, Malezija, Filipini, Južna Koreja, Indonezija i Kina.

Iako su neke zemlje s provedbom financijske liberalizacije započele i nekoliko desetljeća ranije, primjerice Malezija koja je još krajem 1960-ih godina najavila i provela određene reforme, većinu mjera koje su promatrane zemlje provele su početkom 1990-ih godina. Iako su se reforme u početku provodile u fazama kako bi se izbjegli šokovi na gospodarstvo,

ekonomisti diljem svijeta slažu se kako je MMF imao ulogu u ubrzavanju procesa liberalizacije azijskih zemalja. Osim toga, Stiglitz (2000) kao jedan od razloga provedbe financijske liberalizacije ističe stabilizaciju ekonomija azijskih zemalja kroz diverzifikaciju, odnosno kako se ekonomije suoče s padom, niže plaće privući će inozemna sredstva te će na taj način stimulirati gospodarski rast. U slučaju zemalja Jugoistočne Azije (izuzev Kine), financijska liberalizacija koja je provedena, pritom ne uspostavljaajući gotovo nikakav regulatorni i institucionalni okvir za nadziranje i kontrolu financijskih institucija, tržišta i kapitalnih transakcija, nekoliko godina kasnije dovesti će do gospodarskog sloma.

Slika 15. Realna kamatna stopa u promatranim zemljama između 1986. i 1997. godine (%)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

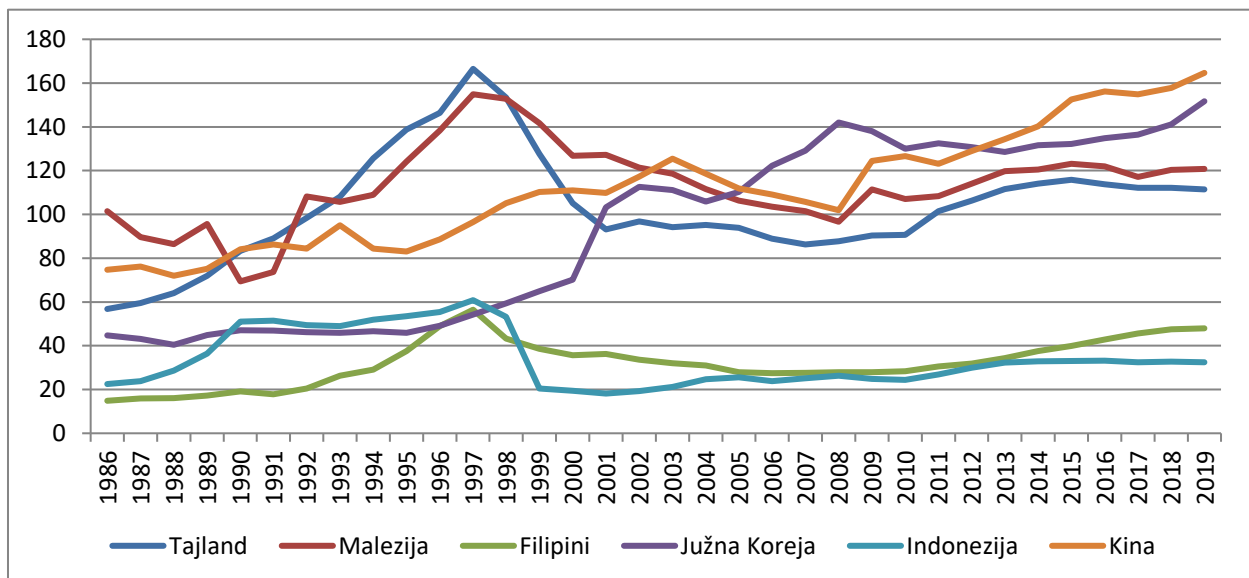
<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Na Slici 15 prikazane su realne kamatne stope promatranih zemalja koje su u usporedbi s onima u razvijenim zemljama bile vrlo visoke. Ono zbog čega su takva ulaganja bila još privlačnija stranim investitorima jest i sidrenje lokalnih valuta za američki dolar čime je rizik od fluktuacije tečaja bio vrlo nizak. Kina je među promatranim državama jedina imala niske, a u nekim godinama promatranja i negativne kamatne stope čime je izbjegla visoke i nagle priljeve kapitala koji je često bio kratkoročnog i špekulativnog karaktera.

Iako je liberalizacija kapitalnih transakcija privukla strani kapital u zemlje Jugoistočne Azije čime je i domaćim kompanijama omogućeno financiranje kod inozemnih vjerovnika, problem je nastao jer je strani kapital u velikoj mjeri odlazio u portfeljna ulaganja, odnosno u trgovanje na tržištima kapitala povećavajući pritom cijene dionica i druge imovine te u investicije u građevinski sektor dižući pritom cijene nekretnina do dotad neviđeno visokih razina. U prilog tome ide i podatak od 20 milijardi dolara neprodanih stambenih i poslovnih nekretnina i

zemljišta u Bangkoku krajem 1996. godine (Bello, 1999., str 39). Iako je uslijed otvaranja stranom kapitalu zabilježen i porast inozemnih izravnih ulaganja, on je u usporedbi s portfeljnim ulaganjima bio relativno nizak, a jedina iznimka u ovoj analizi jest Kina čiji su priljevi inozemnih izravnih ulaganja bili višestruko veći od ostalih promatranih zemalja zbog čega je, ispostavit će se kasnije, ali i zbog drugih argumenata koji će biti analizirani, pojavom financijske krize bila najmanje pogođena istom. Arestis i Demetriades (1999., str. 449) upravo priljev kratkoročnog kapitala smatraju uzrokom mnogih destabilizacijskih učinaka koji su utjecali na aprecijacijske pritiske domaćih valuta i porast cijena imovine čime se smanjila konkurentnost izvoza, a ohrabrio uvoz te je u uvjetima pretjerane euforije na tržištu došlo do povećanja špekulativnog trgovanja.

Slika 16. Krediti odobreni privatnom sektoru između 1986. i 2019. godine (u %BDP-a)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

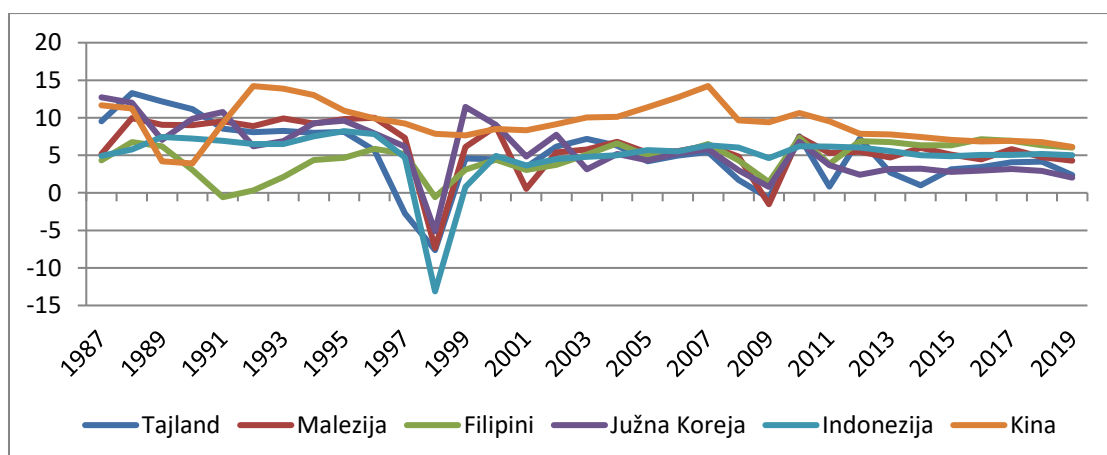
Ono što je također bilo karakteristično za financijsku liberalizaciju u zemljama Jugoistočne Azije jest i velika ekspanzija bankovnih kredita uslijed reformi koje su imale za posljedicu deregulaciju banaka omogućivši im plasiranje velikih količina kredita koji nisu bili nadzirani od strane regulatora. Iz Slike 16 vidljiv je rast udjela odobrenih kredita u BDP-u koji je trajao sve do 1997. godine kada je nastupila kriza koja će se analizirati nešto kasnije u ovom poglavlju. Pad odobrenih kredita izbjegle su jedino Južna Koreja i Kina koje su, uz manje padove pojedinih godine, kroz cijelo promatrano razdoblje bilježile rast odobrenih kredita privatnom sektoru. Ostale četiri promatrane države nakon snažnog pada odobrenih kredita

1997. godine, do kraja promatranog razdoblja 2019. godine nisu dosegle pretkriznu razinu odabranog pokazatelja.

U uvjetima dereguliranog financijskog sektora i uklonjenih kapitalnih i deviznih kontrola, kao što je već rečeno, zemlje Jugoistočne Azije privukle su ogromne količine stranog kapitala. Ono što je bilo negativno za promatrane zemlje je to što je on u najvećoj mjeri bio kratkoročnog karaktera te kao takav vrlo volatilan na i najmanje negativne promjene na tržištu, a vrlo često su to bila portfeljna ulaganja na tržištima kapitala. Banke su svojom ekspanzivnom kreditnom politikom i plasmanima koji su prvenstveno usmjeravani u nekretninski sektor samo dodatno utjecale na porast cijena dionica i nekretnina kreirajući pritom cjenovni balon. Priljev stranog kapitala utjecao je i na aprecijacijske pritiske domaćih valuta smanjujući pritom konkurentnost izvoza, a špekulativni napadi na valutu postajali su sve češći.

Sve navedeno je utjecalo na povećanje potrošnje, zaduženosti te sve češćim visokim proračunskim deficitima. Ovakvo stanje pretvorilo se u krizu u srpnju 1997. godine kada su investitori počeli masovno povlačiti svoja sredstva iz Tajlanda. Investitori su uvidjeli pretjeranu ponudu i zasićenost na tržištu nekretnina kao i sve češće napade na valutu, a faktor koji je također doprinijeo ovakvoj panici među investitorima bio je i veliki deficit na tekućem računu koji je u Tajlandu u to vrijeme iznosio 8,2% BDP-a (The World Bank, 2020.). U svega nekoliko sati, ova valutna kriza prenijela se na Maleziju, Filipine i Indoneziju, a sve su zemlje uslijed nemogućnosti obrane tečaja u narednih desetak dana od izbijanja krize uspostavile slobodno fluktuirajući tečaj, što je potkraj godine učinila i Južna Koreja.

Slika 17. Rast/pad BDP-a između 1987. i 2019. godine (%-tna promjena)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

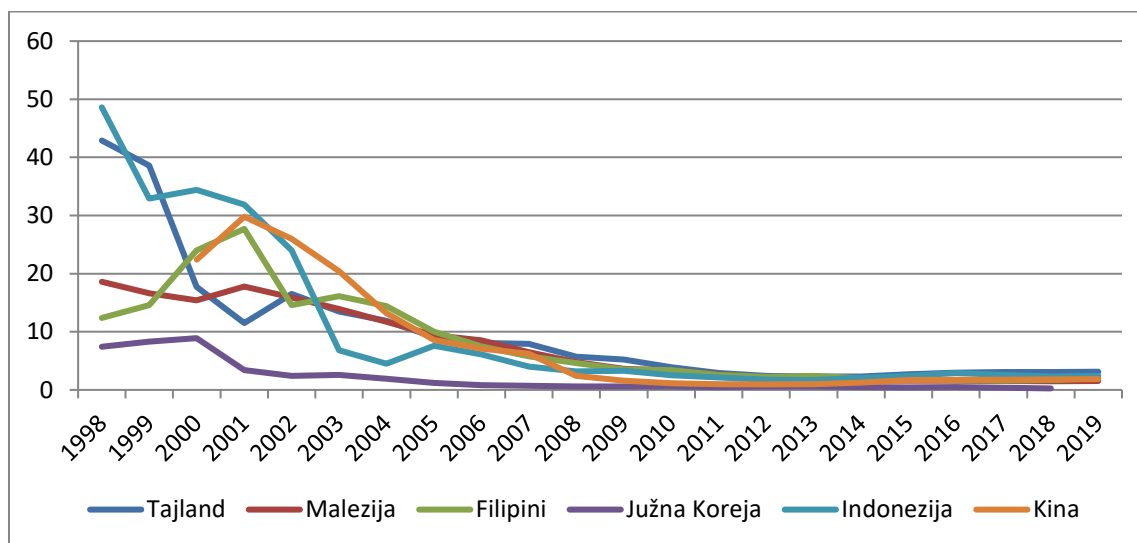
Povlačenjem sredstava stranih investitora s tržišta promatranih zemalja zabilježen je nagli pad cijena dionica i nekretnina, banke su bilježile porast nenaplativih kredita u svojim bilancama (Slika 18), a daljnjom deprecijacijom nacionalnih zemlje JI Azije bile su suočene s golemim troškovima spašavanja privatnog sektora. Navedeno se odrazilo i na propadanje velikog broja kompanija realnog sektora, a sve zajedno je utjecalo na drastičan pad BDP-a 1998. godine (Slika 17) koji je imao negativan predznak u svim zemljama osim u Kini koja se susrela tek s neznatnim financijskim poteškoćama. Na taj se način valutna kriza vrlo brzo pretvorila u bankovnu, odnosno financijsku krizu, a padom BDP-a i u krizu cjelokupnih gospodarstava promatranih zemalja.

Nekoliko je razloga zbog kojih je Kina izbjegla negativne učinke financijske liberalizacije. Primarno, i što je najvažnije, kapitalni račun Kine bio je strogo nadziran što je kinesku nacionalnu valutu renminbi učinilo nezamjenjivom za transakcije po kapitalnom računu čime je povlačenje sredstava iz Kine u slučaju neželjenih neravnoteža bilo ograničeno. Drugo, za razliku od ostalih promatranih zemalja, strani kapital koji je Kina privukla najvećim je dijelom odlazio u inozemna izravna ulaganja koja su dugoročnog karaktera i manje nestabilna u usporedbi s primjerice, portfeljnim ulaganjima u vrijednosne papire. Treće, u godinama prije krize Kina je bilježila suficit u trgovinskoj razmjeni zbog čega nije bila primorana vanjski dug financirati priljevima stranog kapitala. Uz to, Kina je prikupila velike količine deviznih rezervi čime je mogućnost napada na domaću valutu svela na minimum.

Ostale su zemlje suočene s velikom krizom iz koje ih je pokušao izbaviti MMF, no može se reći kako mjere oporavka i revitalizacije gospodarstava poduzete od strane MMF-a nisu dale željene rezultate. Međutim, ono što je pozitivno iz krize azijskih zemalja jest to što su na učinjenim pogreškama naučili pouku te su već na početku 21. stoljeća počele bilježiti visoke stope gospodarskog rasta. Kada govorimo o reformama koje su provedene nakon krize kako bi se ovakav scenarij izbjegao u budućnosti, one su poboljšale su zakonodavni i institucionalni okviri, ojačale financijski sustav, uvele kapitalne kontrole, konsolidirale bankovni sektor koji je dodatno reguliran, a uvedeni su i stroži računovodstveni standardi te zahtjevi financijskog izvještavanja.



Slika 18. Udio nenaplativih kredita u ukupnom broju kredita (%) od 1998. do 2019. godine

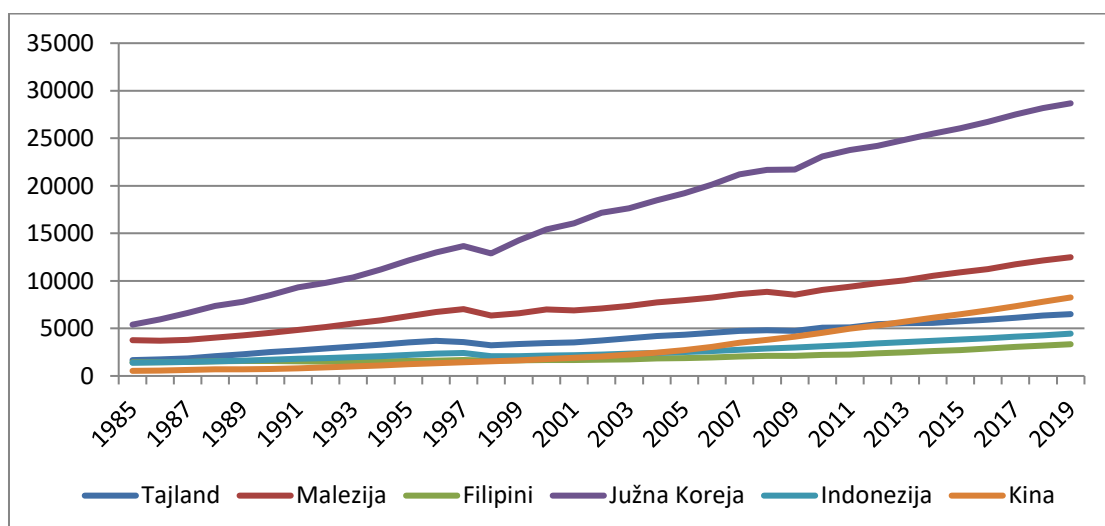


Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Dokaz o boljem poslovanju bankarskog sektora jest i podatak o udjelu nenaplativih kredita koji su s vrlo visokih stopa krajem 20. stoljeća pali u svim promatranim zemljama na manje od 4% u ukupnom broju kredita u 2019. godini, a već početkom 21. stoljeća zemlje JI Azije su bilježile veliki rast BDP-a koji se, uz kratki pad uslijed financijske krize iz 2008. godine, zadržao sve do zadnje godine promatranog razdoblja kao što je prikazano na Slici 17.

Slika 19. BDP po stanovniku u izabranim zemljama od 1985. do 2019. (u \$)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (10.03.2021.)

Osim stope rasta BDP-a koja se zadržala na visokoj razini do danas, i BDP po stanovniku koji je prikazan na Slici 19 zabilježio je porast u svim promatranim zemljama u posljednjih 25 godina od provedbe financijske liberalizacije, a neznatniji pad pokazatelja zbio se tek 1998. godine zbog ekonomske krize koju su promatrane zemlje pretrpjele godinu dana ranije. Rast koje su zemlje ostvarile djelomičan je rezultat i njihovog znatno manjeg BDP-a po stanovniku o odnosu na razvijene zemlje što im je omogućilo da u promatranom razdoblju pojedine zemlje ostvare rast i od nekoliko stotina posto. Konkretnije, od 1985. do 2019. Tajland je zabilježio rast BDP-a po stanovniku od 363%, Malezija 231,5%, Filipini 132,7%, Južna Koreja 431,2% kao najrazvijenija od promatranih zemalja, Indonezija 261,5% te Kina 1437% kao zemlja koja je u promatranom razdoblju zabilježila najveći rast.

## **5.2 Financijska liberalizacija na primjeru afričkih zemalja u razvoju**

Afričke zemlje su u usporedbi sa, primjerice, azijskim ili europskim zemljama u razvoju znatno zaostajale u pogledu gospodarskog rasta i razvoja, razvijenosti financijskog sektora te životnog standarda. To je najvećim dijelom posljedica višestoljetne imperijalističke kolonizacije od strane Velike Britanije, Francuske i ostalih kolonijalnih sila, ali je i posljedica autoritarnih režima nakon osamostaljenja u 20. stoljeću sa vrlo malo sloboda pri čemu je gospodarstvo bilo plansko i pod strogim nadzorom države. U ovoj će se analizi dati pregled gospodarstava i financijskog sustava prije, za vrijeme i nakon provedbe financijske liberalizacije na primjeru tri sjevernoafričke države: Alžira, Maroka i Tunisa.

Alžir, Maroko i Tunis države su s bogatom, ali i burnom poviješću koja je obilježena utjecajem kolonijalnih sila i borbi za neovisnost. Alžir je više stoljeća bio kolonija Francuske te su se za neovisnost izborili tek 1962. godine, dok su se Maroko i Tunis za neovisnost izborili 1956. godine čime je okrenuta nova stranica u modernoj povijesti triju zemalja.

Financijski sustav i gospodarstvo u cjelini su u razdoblju prije liberalizacije što je do sredine 1980-ih godina bili pod utjecajem i strogim nadzorom države što se najviše odnosilo na Alžir, a u manjoj mjeri na Maroko i Tunis. Drugim riječima, strategija gospodarskog razvoja bila je usmjerena prema unutra s ključnog ulogom države koja je usmjeravala gospodarsku aktivnost i resurse u takozvane strategijske sektore (Jbili, Enders i Treicher, 1997., str. 8), odnosno one sektore koji su bili prioritet u usporedbi s drugima. U skladu s time, većina poduzeća bila su državna, dok je privatni sektor bio značajno ograničen, što je opet najizraženije bilo u Alžiru.

Što se tiče financijskog sustava u promatranim državama, on je pretežito bankovno orijentiran, a uz poslovne banke sastojao se i od razvojnih banaka, poštanskih štednih institucija te osiguravajućih društava. Uloga tržišta kapitala u vidu alternativnog načina financiranja bankovnim kreditima u to je vrijeme u Maroku i Tunisu bila zanemariva, dok je prva burza u Alžiru osnovana tek 1997. godine pod utjecajem reformi financijske liberalizacije.

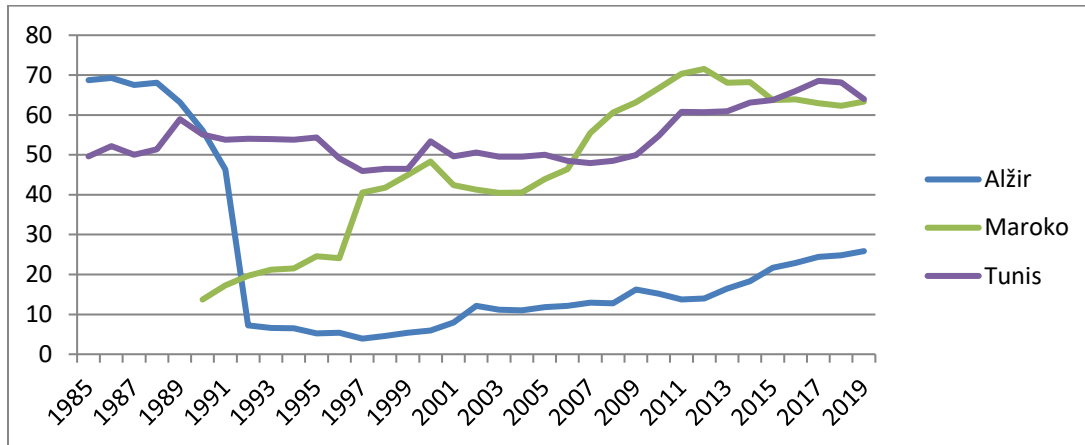
Jbili, Enders i Treicher (1997) ističu kako je nerazvijenost financijskih tržišta bila posljedica javnog vlasništva većine velikih kompanija, dok su manja poduzeća bila uglavnom obiteljska te su se oslanjali na tradicionalne izvore financiranja poput bankovnih kredita. Nadalje, kamatnim stopama upravljala je država, a krediti su se velikim dijelom odobravali namjenski velikim državnim kompanijama te je sudjelovanje stranih banaka na tržištu bilo gotovo zanemarivo, a u Alžiru i potpuno zabranjeno. Može se reći kako je osnovna funkcija financijskog sustava u promatranim državama u razdoblju prije financijske liberalizacije bila prikupljanje štednje široke javnosti koja bi se zatim transferirala putem kredita ka državnim i javnim poduzećima kao i već ranije spomenutim strategijskim sektorima. Zatim, međunarodne kapitalne transakcije u vidu inozemnih izravnih ulaganja također su bile znatno ograničene te je za njih bilo potrebno prethodno odobrenje vlasti.

Razlozi provedbe financijske liberalizacije u trima sjevernoafričkim zemljama bile su makroekonomske poteškoće u vidu sve većih proračunskih manjkova, porasta inflacije, ali i zbog trenda financijske liberalizacije u svijetu u zemljama u razvoju koji je taj proces zasigurno ubrzao. Reforme su u sve tri zemlje započele u sličnom razdoblju, krajem 1980-ih i početkom 1990-ih godina, a provođenje istih trajao je do druge polovice 90-ih godina 20. stoljeća. Može se reći kako je bankarski sektor bio prioritet kod provedbe liberalizacije zbog bankovno orijentiranog financijskog sustava. Tako su između 1987. i 1996. godine donesene brojne mjere koje su imale za cilj modernizirati banke te ih približiti onima ih razvijenih zemalja, ali i ukinuti ograničenja u njihovom poslovanju te smanjiti utjecaj države u istima.

Liberalizacija kamatnih stopa bila je jedna od ključnih mjera ka ranije rečenim ciljevima te su ograničenja na kamatne stope depozita i kredita ukinuta do kraja 1996. godine u svim državama, a u istom razdoblju stranim bankama dopušten je ulazak u strukturu domaćih banaka čime se potaknula konkurentnost između banaka povećavajući pritom kvalitetu i dostupnost bankarskih proizvoda i usluga, a bankama je također ukinuta obveza držanja

trezorskih zapisa i obveznica koje su izdale razvojne banke ili neke druge državne institucije u svrhu financiranja raznih projekata (Jbili, Enders i Treicher, 1997.).

Slika 20. Krediti odobreni privatnom sektoru između 1985. i 2019. godine (% BDP-a)



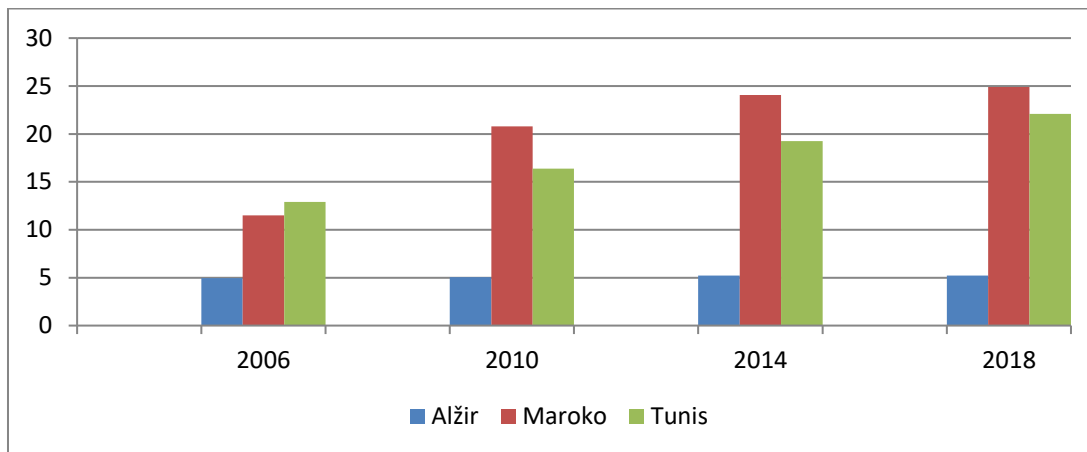
Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Iz Slike 20 može se uočiti kako reforme financijske liberalizacije nisu na sve zemlje ostavile isti učinak na primjeru kredita odobrenih privatnom sektoru. Alžir je nakon početnog naglog pada odobrenih kredita nakon 1997. počeo bilježiti porast, prije svega zbog sve veće slobode i autonomije banaka u Alžiru te je 2019. godine iznos odobrenih kredita privatnom sektoru iznosio približno 26% BDP-a. U usporedbi s 1986. godinom kada je isti podatak iznosio oko 69% to je relativno malo, no u obzir treba uzeti činjenicu kako je BDP u apsolutnom iznosu uvelike porastao u posljednjih 30-ak godina što je utjecalo na udio kredita u BDP-u. Tunis je promatrano razdoblje započeo s 49%, a uz uspone i padove, značajniji su napredak u rastu domaćih kredita ostvarili tek nakon financijske krize 2008. godine kada je započeo rast koji je trajao sve do 2017. godine kada je udio kredita iznosio 68% BDP-a.

Može se reći kako je Maroko bio najbolje pripremljen za reforme u bankarstvu te je na iste i najbolje reagirao. Od početka promatranja 1990. godine kada je udio domaćih kredita u postotku BDP-a iznosio 13%, pokazatelj je iz godine u godinu rastao te je već 1997. godine iznosio 40%, a 2000. 53% BDP-a. Uz kratko razdoblje pada početkom 21. stoljeća, od 2005. godine nastavlja se rast odobrenih kredita koji 2012. godine dosežu maksimum od 71% BDP-a otkada sve do danas traje razdoblje blagog pada, osim u 2019. kada se bilježi ponovni rast.

Slika 21. Broj podružnica poslovnih banaka u izabranim zemljama između 2006. i 2018.



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

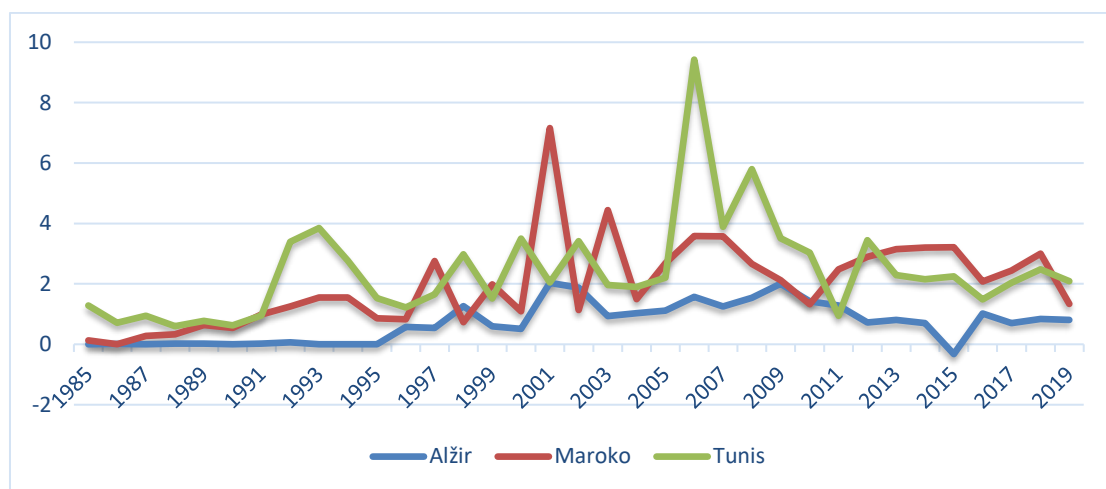
Slika 21 upućuje na razvoj bankarstva kroz izabrani pokazatelj. Iz nje se može zaključiti kako je pod utjecajem financijske liberalizacije u Maroku i Tunisu došlo do značajnog napretka u vidu povećanja broja podružnica banaka gdje je Maroko s početnih 11 podružnica u 2006. godini stigao do približno 25 podružnica u 2018. godini što je povećanje od 127% u razdoblju od samo 12 godina. Tunis bilježi sličan napredak, odnosno porast s 13 podružnica u 2006. godini na 22 podružnice u 2018. godini što je povećanje od 69%. S druge strane, Alžir je u promatranom razdoblju iskusio tek zanemarivo povećanje broja podružnica banaka od 5,45% što ukazuje na duboke strukturne probleme unutar ne samo financijskog sektora, već i državnih tijela koja su bila zadužena za provedbu liberalizacije, odnosno na nedovoljnu razvijenost financijskog sustava te nemogućnost prilagodbe novim uvjetima na tržištu.

Što se tiče reformi tržišta kapitala u promatranim zemljama, treba reći kako su Maroko i Tunis proveli čitav niz reformi koji su imali za cilj modernizirati sustav te ga približiti tržišno orijentiranim burzama kakve su već više desetljećima poslovale u razvijenim zemljama Europe i svijeta. Neke od njih su:

- (1) Ažurirani zakoni i propisi u poslovanju kao i ojačana transparentnost financijskog i računovodstvenog izvještavanja,
- (2) Privatizacija burzi te stvaranje nezavisnih komisija za superviziju istih,
- (3) Stvorena pravna osnova za osnivanje brokerskih firmi,
- (4) Uvođenje novih financijskih instrumenata (Jbili, Enders i Treicher, 1997.).

Uz liberalizaciju financijskih tržišta i institucija, odnosno internu financijsku liberalizaciju, istovremeno se provodila i eksterna financijska liberalizacija koja je za cilj imala liberalizirati kapitalni račun zemalja kako bi se prvenstveno olakšale i omogućile međunarodne kapitalne transakcije između promatranih zemalja s ostatkom svijeta. U Maroku i Tunisu su transakcije po kapitalnom računu liberalizirane 1993., a u Alžiru 1994. godine čime su se omogućile inozemne izravne investicije, portfeljna ulaganja, a rezidentima je omogućeno zaduživanje u inozemstvu. Osim toga, 1994. godine u Tunisu, a 1996. u Alžiru i Maroku, uspostavljeno je međubankovno tržište deviza.

Slika 22. Inozemna izravna ulaganja (% BDP-a), neto priljevi između 1985. i 2019. godine



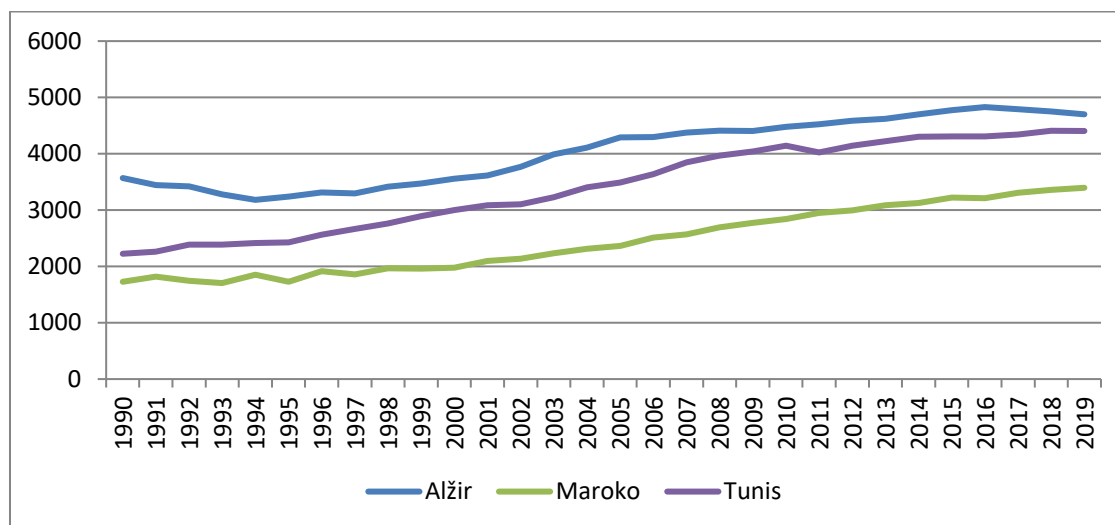
Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Sa Slike 22 može se zaključiti kako su reforme kapitalnog računa imale drugačiji utjecaj na kretanje izravnih inozemnih ulaganja u Alžiru, Maroku i Tunisu. Alžir je u promatranom razdoblju iskusio tek neznatne pozitivne rezultate kada govorimo o rastu neto priljeva inozemnih investicija kroz prvo desetljeće 21. stoljeća što ukazuje na nedovoljno razvijeni financijski sustav te nepovoljnu investicijsku klimu. Dodatni razlog nesigurnosti investitora pri odluci ulaganja u Alžir jest i politički faktor, odnosno politička situacija u zemlji koja je vrlo nepredvidiva.

S druge strane, Maroko i Tunis zabilježili su značajniji rast priljeva inozemnih izravnih investicija nakon provedbe reformi, no rast koji je kroz cijelo razdoblje promatranja bio vrlo nestabilan te su priljevi iz godine u godinu bili vrlo volatilni. Maroko je 2001. godine zabilježio vrhunac neto priljeva kada su isti iznosili 7% BDP-a, a Tunis 2006. s gotovo 9,5% BDP-a.

Slika 23. BDP per capita u promatranim zemljama između 1990. i 2019. godine (u \$)



Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (09.11.2020.)

Alžir, Maroko i Tunis su nedugo nakon provedbe financijske liberalizacije počeli bilježiti stope gospodarskog rasta, konkretnije rasta BDP-a po stanovniku što je izabrani pokazatelj vidljiv na Slici 23. U promatranom je razdoblju Alžir zabilježio rast od 32%, Maroko 97% i Tunis 98% čemu je uvelike doprinijela financijska liberalizacija, kao prelazak na tržišno utemeljeno gospodarstvo.

Zaključak je da je financijska liberalizacija učinila promatrana gospodarstva konkurentnijima u odnosu na druge zemlje. Nadalje, financijska je liberalizacija gospodarstava promatranih zemalja približila tržišnim gospodarstvima razvijenih zemalja te je imala izravan utjecaj na povećanje efikasnosti financijskih institucija i tržišta kao i na njihovu međunarodnu integraciju u sklopu globalizacijskih procesa s financijskim tržištima diljem svijeta.

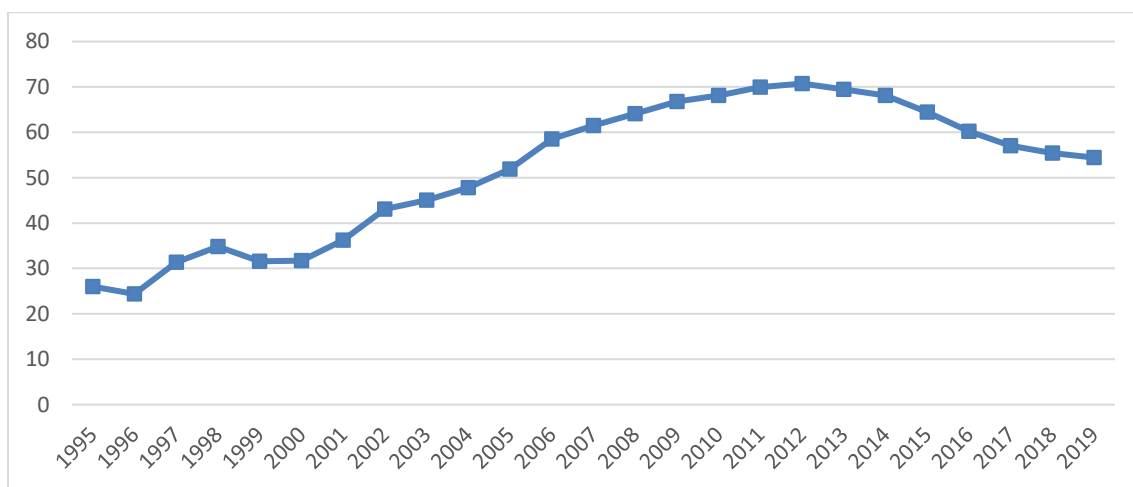
### 5.3 Utjecaj financijske liberalizacije na ekonomski rast i razvoj u Hrvatskoj

Hrvatsku je kao tranzicijsku, demokratsku i kapitalističku državu, uz proces liberalizacije, istodobno "čekao" i proces pretvorbe, odnosno privatizacije koji je otpočeo sredinom 1990-ih godina. U početnom je razdoblju prioritet monetarne vlasti bilo očuvanje stabilnosti cijena nakon velikih inflatornih poteškoća tijekom ratnog razdoblja što je postignuto između 1993. i 2000. godine kroz visoku obveznu pričuvu i druge instrumente monetarne politike čime se ograničila ekspanzija kredita banaka, što je u okruženju visokih kamatnih stopa (na kredite

banaka te štedne i oročene depozite, kao alternative držanju novca) onemogućilo rast ponude novca mjerene monetarnim agregatom M1 (Ivanov, 2011.).

Novim tisućljećem u hrvatskom financijskom sustavu dogodile su se znatne promjene koje su uvelike utjecale na kretanje deviznog tečaja, uvoza i izvoza, inozemnih izravnih investicija te ostalih gospodarskih pokazatelja. Početkom 2000-ih godina, uz već raniju liberalizaciju kamatnih stopa, dodatno je liberaliziran bankarski sektor, a smanjena je i stopa obvezne pričuve banaka što je bio okidač za sve ekspanzivnije poslovanje banaka.

Slika 24. Krediti odobreni privatnom sektoru od strane banaka između 1995. i 2019. godine (% BDP-a)



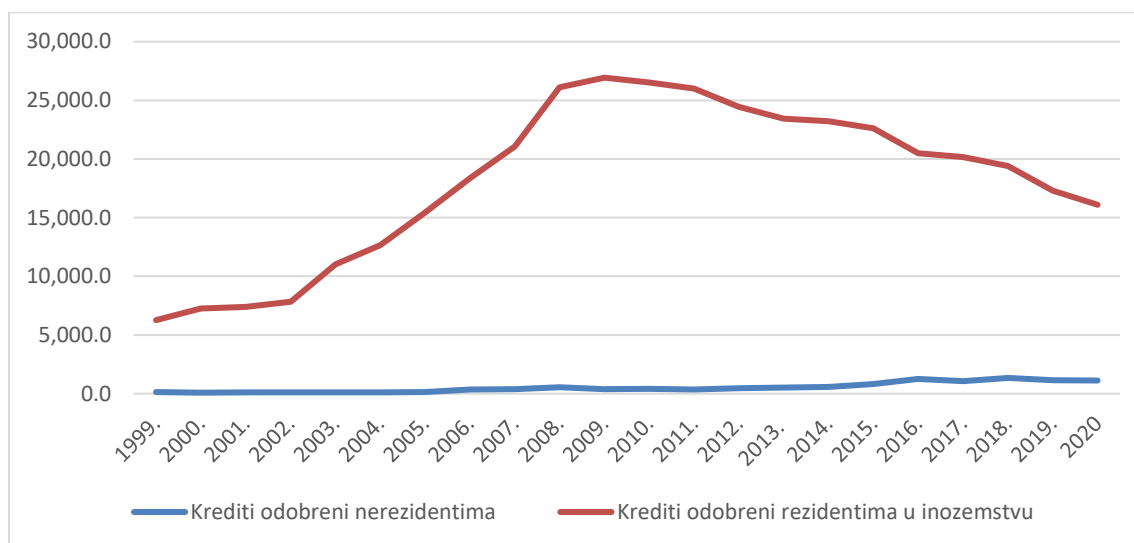
Izvor: World Development Indicators, dostupno na:

<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (10.01.2021.)

Iz Slike 24 zaključuje se kako je pod utjecajem financijske liberalizacije došlo do kreditne ekspanzije koja je na svom vrhuncu u 2012. godini iznosila oko 70% BDP-a nakon čega dolazi do postupnog pada koji traje sve do kraja promatranog razdoblja. Osim liberalizacije bankarskog sektora, veliki značaj za hrvatsko gospodarstvo imala je i liberalizacija kapitalnog računa čime su u hrvatskoj omogućena strana ulaganja i priljevi kapitala.



Slika 25. Inozemno kreditiranje rezidenata i nerezidenata između 1999. i 2020. godine (u milijunima eura)



Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva> (10.05.2021.)

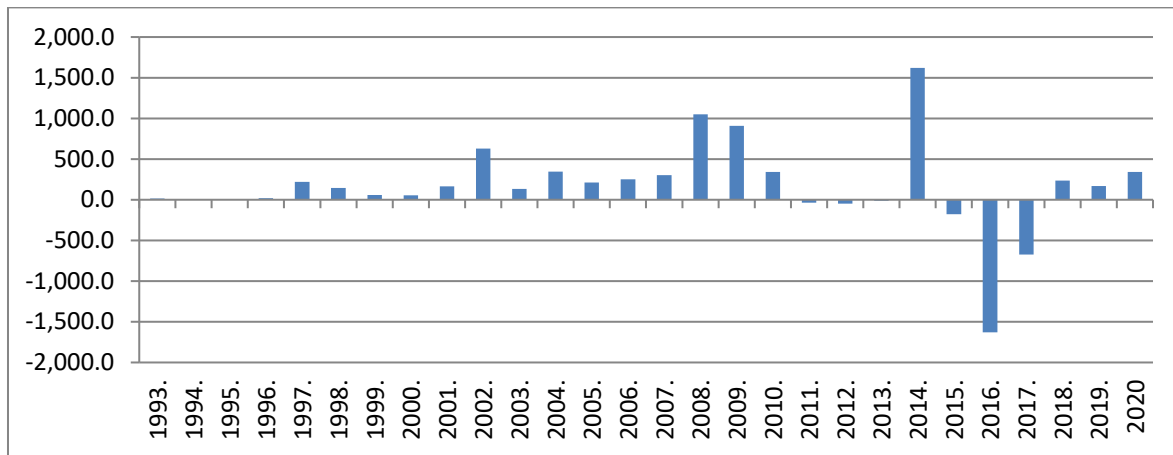
Popuštanje ograničenja na transakcije po kapitalnom računu uvelike je imalo utjecaj na zaduživanje u inozemstvu države, banaka, ali i sve više poduzeća. Na Slici 25 vidi se veliki jaz između kredita odobrenih nerezidentima u Hrvatskoj te odobrenih kredita rezidentima u inozemstvu. Taj jaz bio je najveći u 2009. godini kada su krediti rezidenata na stranim tržištima iznosili gotovo 27 milijardi eura, a krediti odobreni nerezidentima u Hrvatskoj svega 390 milijuna eura.

Nakon globalne financijske krize došlo je do postepenog pada kreditiranja rezidenata u inozemstvu zbog sve povoljnijih uvjeta kreditiranja na domaćem tržištu nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju u srpnju 2013. godine. Nadalje, osim utjecaja na kreditnu ekspanziju banaka te na porast zaduživanja u inozemstvu, financijska je liberalizacija privukla velike iznose inozemnih izravnih ulaganja. Kao i kod primjerice azijskih zemalja u razvoju, i hrvatska je privukla strane investitore višim povratima koje su ovdje mogli ostvariti u usporedbi s onima iz svojih ekonomija.

Mustać (2018) zatim ističe srž problema kod ulaganja ne samo u Hrvatsku, već i ostale zemlje u razvoju, a to je investiranje u pretežito neproizvodne sektore kao što je primjer bankarskog sektora gdje su se investicije prvenstveno odnosile na dokapitalizaciju domaćih banaka u stranom vlasništvu. Osim toga, inozemna izravna ulaganja prvenstveno su se usmjerila u djelatnosti financijskog posredovanja, trgovine, razvoja telekomunikacijskih sustava,

izgradnje stambenih i drugih nekretnina te izgradnju prometne i druge infrastrukture (Ivanov, 2011.).

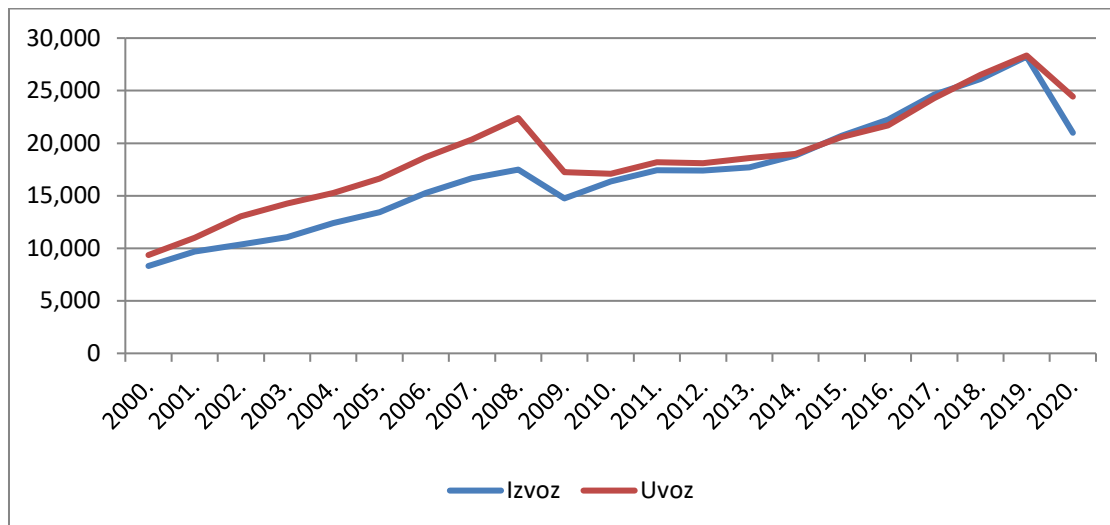
Slika 26. Inozemna izravna ulaganja u Hrvatskoj između 1993. i 2020. godine (u milijunima eura)



Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva> (10.05.2021.)

Slika 26 prikazuje kretanje inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku tijekom promatranog razdoblja te su ona bila najveća između 2002. i 2009. godine, a 2014. godine iznosile su najviših 1620 milijuna eura. Iako je ulaskom stranog kapitala u Hrvatsku ostvaren veliki kreditno-monetarni rast, pri čemu su međunarodne pričuve zabilježile značajan rast (Ivanov, 2011.), za vrijeme tog procesa vrlo se malo investicija odnosilo na proizvodni sektor i industriju, a priljevom deviza što je najviše izraženo u ljetnim mjesecima za vrijeme turističke sezone, došlo je do aprecijacije kune čime je dodatno ugrožena konkurentnost hrvatskih izvoznika.

Slika 27. Uvoz i izvoz u Hrvatskoj između 2000. i 2020. godine (u milijunima eura)



Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> (10.05.2021.)

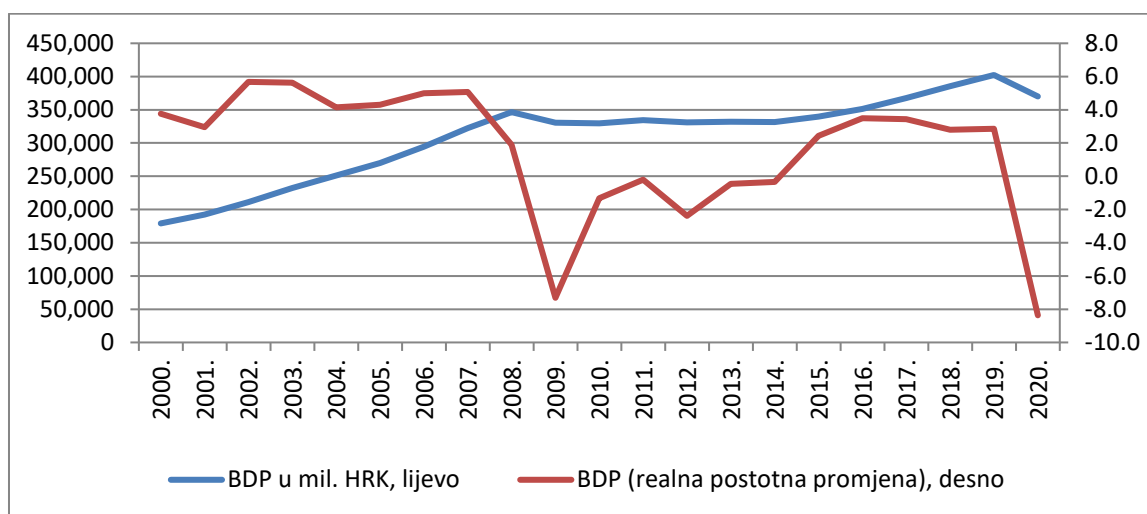
Navedeno se može potkrijepiti Slikom 27 gdje je vidljivo kako je u razdoblju između 2000. i 2008. godine za vrijeme ekspanzije gospodarstva uvoz rastao mnogo većom brzinom od izvoza te je pritom stvoren veliki jaz. Tako je u zadnjoj pretkriznoj, 2008. godini izvoz iznosio 17,5 milijardi eura, dok je uvoz u istoj godini iznosio 22,4 milijarde eura. U prošlom desetljeću do danas ta razlika između uvoza i izvoza je smanjena te se apsolutni iznosi uvoza i izvoza kreću na približno jednakoj razini. U 2020. godini zabilježen je pad izvoza od 25,7% te uvoza od 13,8% u odnosu na 2019. godinu što je posljedica pandemije koronavirusa te mjera koje su države bile primorane poduzeti s ciljem spkečavanja širenja zaraze.

Ivanov (2011) ističe kako je takvim načinom ulaganja u Hrvatskoj izgrađen atipičan i dugoročno neodrživ model privređivanja koji se temeljio na potrošnji, trgovini i uvozu, umjesto na štednji, investicijama, proizvodnji i izvozu. U tome su veliku ulogu imale i strane banke koje su, ulaskom na hrvatsko tržište, većinom odobravale potrošačke i stambene kredite čime su podržavale ranije spomenuti model privređivanja pri čemu se putem izgubila jedna od funkcija banaka i financijskog sustava, a to je potpora domaćem realnom sektoru, industriji i društvu u cjelini.

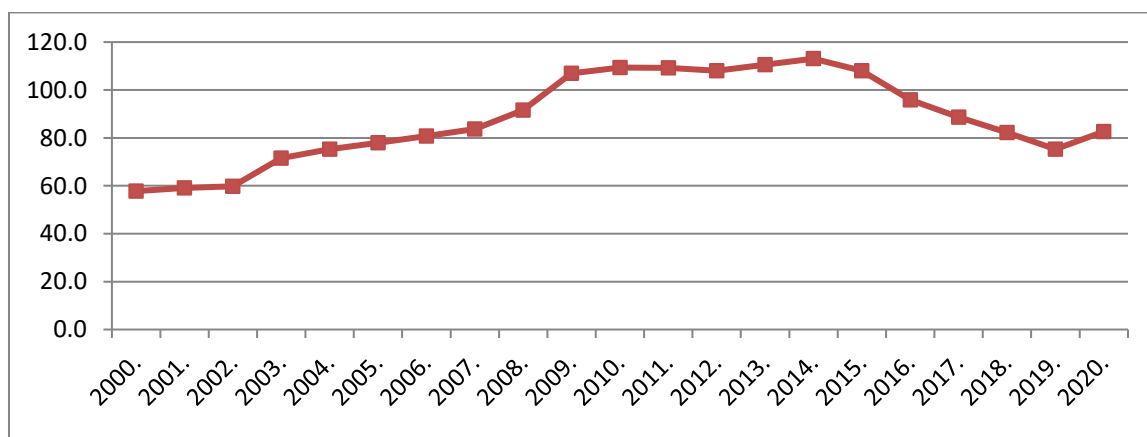
Ivanišević Hernaus i Stojanović (2015) ističu društvenu odgovornost kao jednu od važnih funkcija banaka te tumače kako je ulaskom stranih banaka u Hrvatsku razina društvene odgovornosti banaka porasla, ali i da ona nije na razini na kojoj bi mogla biti zbog motiva stranih vlasnika koji se očituju u strukturi odobrenih zajmova koji su u velikoj mjeri

namjenski. Međutim, istraživanjem su došli do zaključka kako velike banke imaju veći stupanj društvene odgovornosti u odnosu na male, da strane banke pokazuju veću razinu društvene odgovornosti u odnosu na domaće te da one banke koje imaju veći udio odobrenih kredita za finalnu potrošnju u ukupnom broju odobrenih kredita iskazuju manju razinu društvene odgovornosti (Ivanišević Hernaus i Stojanović, 2015.) čime društvena odgovornost banaka postaje sve važniji čimbenik u poslovanju banaka te konkurentna prednost u odnosu na ostale kreditne institucije.

Slika 28. Bruto domaći proizvod u Hrvatskoj između 2000. i 2020. godine



Slika 29. Inozemni dug Hrvatske između 2000. i 2020. (% BDP-a)



Izvor: Hrvatska narodna banka, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> (10.05.2021.)

Slike 28 i 29 prikazuju pokazatelje BDP-a i inozemnog duga u promatranom razdoblju. Za vrijeme gospodarskog rasta ranih 2000-ih godina, Hrvatska je bilježila visoke stope rasta BDP-a kao što je vidljivo iz Slike 28, no s druge strane, taj rast je uvelike bio potpomognut

inozemnim zaduživanjem gdje je 2014. godine isti iznosio 113% BDP-a nakon čega dolazi do postupnog svladavanja i obuzdavanja zaduživanja, dijelom i zbog konvergencijskih kriterija nametnutih ulaskom u Europsku uniju koje je potrebno zadovoljiti prije uvođenja eura kao službene valute. Upravo je eksterna financijska liberalizacija, odnosno struktura stranih investicija gdje je većina investicija usmjereno na neproizvodne djelatnosti imala utjecaj na produljivanje recesije koja je trajala punih šest godina. U 2020. godini zabilježen je pad BDP-a od 8,4% što je u najvećoj mjeri posljedica krize uzrokovane pandemijom korona virusa pri čemu je narastao inozemni dug te je iznosio 82,7% BDP-a.

Može se zaključiti kako su reforme financijske liberalizacije koje su provedene u Hrvatskoj u posljednjih 30-ak godina donijele određene pozitivne učinke u vidu ulaska stranih banaka u domaći financijski sustav čime se povećala dostupnost i volumen financijskih usluga, konkurentnost između banaka te su uvjeti kreditiranja postali znatno povoljniji. Nadalje, došlo je do jačanja bankovnih i nebankovnih financijskih institucija i tržišta kapitala, ali i do velikih priljeva inozemnog kapitala koji je doprinijeo gospodarskom rastu kakav je zabilježen ranih 2000-ih godina.

S druge strane, iz financijske su liberalizacije proizašli mnogi negativni učinci na hrvatsko gospodarstvo. To se očitovalo u znatnom porastu zaduživanja stanovništva, države i poduzeća te inozemnim investicijama koje su prije svega odlazile u sektore uslužnih djelatnosti, dok investicije u proizvodne djelatnosti u velikoj mjeri nisu ispunile potencijal, a Ivanov (2011) dodaje kako su takvom politikom kumulirani i drugi faktori unutarnje i vanjske osjetljivosti, kao što su ovisnost o uvozu inozemnih proizvoda te euroizacija depozita i kredita.

## 6 ZAKLJUČAK

Financijska liberalizacija i globalizacija procesi su koji su se odvijali istovremeno, odnosno izravna posljedica financijske liberalizacije bila je integracija međunarodnih financijskih tržišta razvijenih i nerazvijenih zemalja što je temeljna premisa financijske globalizacije. Interna i eksterna financijska liberalizacija pokazala se kao alat kojime se može razviti i unaprijediti financijski sustav te privući inozemne kompanije i kapital čime se na domaćem tržištu povećava konkurencija između financijskih institucija povećavajući pritom kvalitetu usluga. Osim toga, na primjerima razvijenih zemalja i zemalja u razvoju primijećen je porast inozemnih izravnih ulaganja kao posljedica otvaranja kapitalnog računa zemlje što je utjecalo na porast investicija, smanjenje nezaposlenosti te na rast domaćeg proizvoda. Međutim, financijska liberalizacija pokazala je i svoje manjkavosti, odnosno rizike koje se s njom mogu povezati. U većini promatranih razvijenih i nerazvijenih zemalja zamijećena je nagla ekspanzija bankovnih kredita koji su se najviše plasirali u nekretninski sektor utječući pritom na rast cijena imovine (nekretnina i dionica). Banke su porastom konkurencije na tržištu bile suočene s nižom kamatnom maržom te su bile primorane tražiti veći profit u granama s većim povratima kao što je nekretninski sektor. No, prevelikim rastom cijena nekretnina kreiran je cjenovni balon nakon čijeg je pucanja došlo do naglog pada cijena nekretnina i dionica, velikog udjela nenaplativih kredita te financijske krize kao što je bila u SAD-u 1987. godine te globalna financijska i ekonomska kriza 2008. godine koja je također započela u SAD-u odakle se prelila na ostatak svijeta.

S aspekta priljeva inozemnog kapitala, može se zaključiti kako u nekim situacijama on doprinosi stvaranju aprecijacijskih pritisaka, ali i do špekulativnih napada na valutu što je dovelo do valutnih kriza u Skandinavskim državama i državama Jugoistočne Azije polovicom 1990-ih godina što je dokaz kako su krizama izložene ne samo zemlje u razvoju sa slabije razvijenim financijskim sustavom, već i visoko razvijene zemlje sa stabilnom i izgrađenom financijskom infrastrukturom. Afričke zemlje u razvoju su zbog svojeg nešto manje liberalnog stava oko priljeva stranog kapitala izbjegle priljeve poput azijskih (izuzev Kine) čime se izbjegle valutnu krizu, a financijska liberalizacija je najviše utjecala na razvoj bankarskog sektora i financijskih tržišta koji su do tada po mnogočemu zaostajali u odnosu na zemlje u razvoju Europe ili Azije.

Hrvatska je primjer tranzicijske zemlje koja je u uvjetima liberalizacije primila velike količine inozemnog kapitala pri čemu je najveći dio njih odlazio u neproizvodne djelatnosti poput

financijskih usluga. To je posljedično, uz velike priljeve deviza, dovelo do realne aprecijacije kune što je iz godine u godinu obeshrabrivalo izvoz, a stvoreno je gospodarstvo koje se temeljila na uvozu i potrošnji. Također, pod utjecajem liberalizacije je značajno porastao vanjski dug, a Hrvatska je kao i sve promatrane nerazvijene zemlje (kao i Skandinavske zemlje i SAD), doživjela kreditnu ekspanziju praćenu naglim rastom nekretnina i dionica koja je zaustavljena globalnom financijskom krizom 2008. godine zbog globalizacijskih učinaka, ali i položaja Hrvatske kao male, otvorene ekonomije koja je iznimno osjetljiva na vanjske šokove.

Naposljetku, kada se sagledaju svi pozitivni i negativni učinci financijske liberalizacije, zaključak je kako je to proces koji svakako doprinosi napretku financijskog sustava, ali i realnoj ekonomiji kroz priljev stranog kapitala ponajprije kroz inozemna izravna ulaganja, no gotovo je nemoguće izbjeći i negativne učinke koji se manifestiraju u raznim sektorima, bilo kroz pretjerano preuzimanje rizika sudionika u financijskom sustavu, priljeve velike količine kratkoročnog i špekulativnog kapitala ili na neki drugi način koji pod određenim okolnostima može izazvati ekonomsku krizu. Iako se negativni učinci i rizici ne mogu u potpunosti eliminirati, pravilnom prudencijalnom regulacijom financijskih institucija i tržišta, kao i uklanjanjem tržišnih nesavršenosti poput asimetričnosti informacija i moralnog hazarda, moguće ih je svesti na minimum te na taj način smanjiti troškove eventualnih nastalih kriza.

## POPIS LITERATURE

1. Altaras Penda, I. (2014) Međunarodna financijska tržišta. *Zbornik visoke poslovne škole Libertas* [online], 7 (1), 7-22. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/977853> [12.09.2020]
2. Arestis, P. i Demetriades P., (1999) Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries. *Eastern Economic Journal* [online]. Vol. 25, No. 4, 441-457 Dostupno na: <http://www.jstor.com/stable/40325950> [27.09.2020.]
3. Asteriou, D. & Spanos, K. (2019) *The relationship between financial development and economic growth during the recent crisis: Evidence from the EU*. Finance Research Letters [online]. Vol. 28, str. 238-245. Dostupno na: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.05.011> [07.12.2020]
4. Bank of England. History. Dostupno na: <https://www.bankofengland.co.uk/about/history> [15.09.2020.]
5. Barbić, T. (2015) Suvremeni aspekti tržišta kapitala. *Notitia -časopis za ekonomske, poslovne i društvene teme*, 1(1.), str. 55-69. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/151754> [10.06.2020.]
6. Bello, W. (1999) The Asian financial crisis: Causes, dynamics, prospects. *Journal of the Asia Pacific Economy* [online]. vol. 4: no. 1, 33-55. Dostupno na: <https://doi.org/10.1080/13547869908724669> [20.12.2020]
7. Bonfiglioli, A. (2005) *How Does Financial Liberalization Affect Economic Growth*, Seminar paper No. 736, Stockholm: Stockholm University, Institute for International Economic Studies.
8. Cecchetti, Stephen G. (2008) Money, banking, and financial markets. Boston [etc.] : [McGraw-Hill/Irwin](#), cop. 2008
9. Cobham, A. (2004) *Capital Market Liberalization, Poverty and Inequality* [online]. Initiative for Policy Dialogue. Dostupno na: [http://policydialogue.org/files/publications/papers/PovertyandInequality\\_Cobham.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/papers/PovertyandInequality_Cobham.pdf) [10.09.2020]
10. Corsepius, Uwe (1989) *Liberalisation of the capital markets in developing countries* [online]. Intereconomics, ISSN 0020-5346, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 24, Iss. 5, pp. 220-226. Dostupno na: <http://dx.doi.org/10.1007/BF02928638> [10.09.2020]
11. Dodd, R. (2003) *Consequences of Liberalizing Derivatives Markets* [online]. Initiative for Policy Dialogue. Dostupno na: [http://policydialogue.org/files/publications/papers/Liberalizing\\_Derivatives\\_Markets\\_Dodd.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/papers/Liberalizing_Derivatives_Markets_Dodd.pdf) [10.09.2020]



12. Eurostat. Database. Population. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/population-demography-migration-projections/data/main-tables> [20.01.2021.]
13. Evans, T. (2014) The impact of financial liberalisation on income inequality. *International Journal of Labour Research*. vol. 6, no. 1., 129-142.
14. Federal reserve bank of St. Louis. Research and data. Dostupno na: <https://fred.stlouisfed.org> [20.10.2020.]
15. Foley, Bernard J. (1998) Tržišta kapitala, Zagreb: Mate
16. Fry, M. (1997) In Favour of Financial Liberalization [online]. *The Economic Journal*, 107(442), 754-770. Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/2957800> [22.09.2020.]
17. 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.
18. Grizelj, S. (2016) *Utjecaj financijskog sustava na gospodarski rast*. Disertacija. Split: Ekonomski fakultet. Dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:929695> [05.09.2020]
19. Henry, P. (2000) Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices. *The Journal of Finance* [online], 55(2), 529-564. Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/222515> [15.10.2020]
20. Honkapohja, S. (2012) *The 1980s Financial Liberalization in the Nordic countries* [online]. Bank of Finland Research Discussion Paper No. 36/2012. Dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2190375#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2190375#)
21. Hoshi, Y. et al. (2016) *Japan's Experience in Opening Up its Capital Markets* [online]. Daiwa Institute of Research Group. Dostupno na: [https://www.dir.co.jp/english/research/report/others/20160224\\_010653.html](https://www.dir.co.jp/english/research/report/others/20160224_010653.html)
22. Hrvatska narodna banka. Statistika. Glavni makroekonomski indikatori. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [10.05.2021.]
23. Hrvatska narodna banka. Statistika. Sektor inozemstva. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva> [10.05.2021.]
24. Hrvatska narodna banka. Temeljne funkcije. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh> [06.09.2020]
25. Ivanišević Hernaus, A. i Stojanović, A. (2015) Determinants of bank social responsibility: case of Croatia. *E & M Ekonomie A Management*, 18, 117-134.

26. Ivanov, M. (2011) Zamke eksterne financijske liberalizacije - pogled iz perspektive monetarnog sustava i modela privređivanja u Hrvatskoj. *Ekonomija/Economics* [online], 18 (3), 579-608. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/568427> [10.09.2020]
27. Ivanović, Z. (1995) Analiza financijskog sustava. *Tourism and hospitality management*, 1(1), str. 125-138. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/182692> (Datum pristupa: 10.06.2020.)
28. Jbili, A., Enders, K. i Treichel, V. (1997) *Financial Sector Reforms in Algeria, Morocco, and Tunisia : A Preliminary Assessment* [online]. Working Paper of International Monetary Fund. Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Financial-Sector-Reforms-in-Algeria-Morocco-and-Tunisia-A-Preliminary-Assessment-2253> [15.12.2020.]
29. Jonung, L. (2008) *Lessons from Financial Liberalization in Scandinavia* [online]. Research gate. Dostupno na: [https://www.researchgate.net/publication/23691678\\_Lessons\\_from\\_Financial\\_Liberalisation\\_in\\_Scandinavia](https://www.researchgate.net/publication/23691678_Lessons_from_Financial_Liberalisation_in_Scandinavia) [09.11.2020.]
30. Kos-Tušek, D. (2012) *Naftne krize i njihov utjecaj na financijska tržišta*. Magistarski rad. Zagreb: vlastita naklada
31. Laeven, L. (2003) Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints? *Financial Management* [online]. Vol. 32, No. 1., 5-34. Dostupno na: <http://www.jstor.com/stable/3666202> [16.11.2020]
32. Lasak, P. (2018) *The foreign Direct Investments the United States during the period od 1980-2015*. Research gate [online]. Dostupno na: [https://www.researchgate.net/publication/324205035\\_The\\_foreign\\_Direct\\_Investments\\_in\\_the\\_United\\_States\\_during\\_the\\_period\\_of\\_1980-2015](https://www.researchgate.net/publication/324205035_The_foreign_Direct_Investments_in_the_United_States_during_the_period_of_1980-2015) [09.01.2021.]
33. Leko V., Stojanović A. (2018) *Financijske institucije i tržišta*, Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb
34. Lovrinović, I. (1997) *Novčano tržište, srce financijskog tržišta*. Zagreb: O-tisak
35. Mahmutović, H. i Talović, S. (2014) Liberalizacija ekonomskih tokova kao bitna determinanta savremene globalizacije: neki teoretski pogledi i argumenti. *Tranzicija* [online]. 16(33), str. 71-73. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/127842> (Datum pristupa: 19.01.2021.)
36. Masci, P. (2008) Financial Liberalization, Economic Growth, Stability and Financial Market Development in Emerging Markets. *Business and Public Administration Studies* [online]. 3 (3), 42-61 Dostupno na: <https://www.bpastudies.org/index.php/bpastudies/article/view/68/146> [12.09.2020.]
37. Maté, M. (2018) 'Osiguranje depozita i utjecaj na financijski sustav', *Oeconomica Jadertina*, 8(2), str. 0-64. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/217916> (Datum pristupa: 10.06.2020.)

38. Mesarić, M. (2002). Nobelovac Joseph Stiglitz: kritika “tržišnog fundamentalizma”, globalizacije i politike međunarodnog monetarnog fonda. *Ekonomski pregled* [online], 53(11-12), str. 1151-1182. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/28541> (Datum pristupa: 19.01.2021.)
38. Mishkin, F., Eakins, S. (2019) *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb: Mate
39. Mishkin, F. (2010) *Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta*, Zagreb: Mate
40. Moyo, C., Le Roux, P. (2019) *Financial liberalisation, financial development and financial crises in SADC countries*. Emerald Insight [online]. Dostupno na: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFEP-07-2018-0102/full/pdf?title=financial-liberalisation-financial-development-and-financial-crises-in-sadc-countries> [10.09.2020.]
41. Mustać, N. (2018) Ekonomske posljedice priljeva inozemnog kapitala na hrvatsko gospodarstvo. U: Družić, G. & Družić, I. (ur.) Zbornik radova znanstvenog skupa: Modeli razvoja hrvatskog gospodarstva, (ur. Družić, G. ; Družić, I., izdavač: Ekonomski fakultet Zagreb ; Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti)
42. Norton, J. J. (1983) The 1982 Banking Act and the Deregulation Scheme. *The Business Lawyer* [online]. Vol. 38, No. 4., 1627-1651. Dostupno na: <https://www.jstor.org/stable/40686525> [20.10.2020.]
43. Ocampo, J. A., Stiglitz, J. E. (2008) *Capital Market Liberalization and Development* [online]. Oxford University Press. Dostupno na: [http://inctped.ie.ufrj.br/spiderweb/pdf\\_2/3\\_frenkel\\_capital\\_market.pdf](http://inctped.ie.ufrj.br/spiderweb/pdf_2/3_frenkel_capital_market.pdf) [19.01.2021.]
44. Prasad, E. et al. (2003) *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence* [online]. Initiative for Policy Dialogue. Dostupno na: [http://policydialogue.org/files/publications/papers/Effects\\_of\\_Globalization\\_Eswar\\_et\\_al.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/papers/Effects_of_Globalization_Eswar_et_al.pdf)
45. Radošević, D. (2010) Strategija liberalizacije kapitalnih tokova hrvatske s inozemstvom. *Ekonomski pregled*, 61(12), str. 725-768. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/63954> [07.12.2020.]
46. Rose, P. S. (1989) *Money and capital markets : the financial system in an increasingly global economy*. Homewood, Ill. ; Boston, Massachusetts.
47. Saidi, H., Rachdi, H. i Mgadmi, N. (2015) *Revisiting the Role of Governance and Institutions in the Impact of Financial Liberalization on Economic Growth using the PSTR Model* [online]. Research gate. Dostupno na: [https://www.researchgate.net/publication/307549119\\_Revisiting\\_the\\_role\\_of\\_governance\\_and\\_institutions\\_in\\_the\\_impact\\_of\\_financial\\_liberalization\\_on\\_economic\\_growth\\_using\\_the\\_PSTR\\_model](https://www.researchgate.net/publication/307549119_Revisiting_the_role_of_governance_and_institutions_in_the_impact_of_financial_liberalization_on_economic_growth_using_the_PSTR_model) [19.01.2021.]
48. Schmuckler, S. (2004) *Benefits and Risks of Financial Globalization* [online]. Initiative for Policy Dialogue. Dostupno na:

[http://policydialogue.org/files/publications/papers/Benefits\\_and\\_Risks\\_Globalization\\_Schmuckler.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/papers/Benefits_and_Risks_Globalization_Schmuckler.pdf) [10.09.2020.]

49. Statista. Statistics. Financial Instruments & Investments. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/456713/leading-fdi-countries-usa/> [08.03.2021.]

50. Stiglitz, J. E. (2000) *Capital market liberalization, economic growth, and instability*. World Development Journal [online], 28 (6), 1075-1086. Dostupno na: [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1) [19.01.2021.]

51. Stiglitz, J. E. (2004) *Capital-market liberalization, globalization and the IMF* [online]. Initiative for Policy Dialogue. Dostupno na: [http://policydialogue.org/files/publications/papers/Capital\\_Mrkt\\_Lib\\_Globalization\\_Stiglitz.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/papers/Capital_Mrkt_Lib_Globalization_Stiglitz.pdf) [19.01.2021.]

52. Stiglitz, J. i Greenwald, B. (2003) *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Raffaele Mattioli Lectures, Cambridge: Cambridge University Press.

53. Takahashi, W. (2011) *The Japanese Financial Sector's Transition from High Growth to the 'Lost Decades': A Market Economy Perspective* [online]. Research gate. Dostupno na: [https://www.researchgate.net/publication/241761200\\_The\\_Japanese\\_Financial\\_Sector's\\_Transition\\_from\\_High\\_Growth\\_to\\_the\\_'Lost\\_Decades'\\_A\\_Market\\_Economy\\_Perspective](https://www.researchgate.net/publication/241761200_The_Japanese_Financial_Sector's_Transition_from_High_Growth_to_the_'Lost_Decades'_A_Market_Economy_Perspective) [19.01.2021.]

54. The World Bank. Databank. World Development Indicators. Dostupno na: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> [20.11.2020.]

55. Tobin, J. (2000) *Financial globalization*. World Development Journal [online]. 28 (6), 1101-1104. Dostupno na: [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00008-5](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00008-5) [19.01.2021.]

## POPIS SLIKA

Slika 1. Tijek novca između financijskih tržišta i financijskih posrednika.....	4
Slika 2. Krediti odobreni rezidentima od strane financijskog sektora u razdoblju od 1981. do 2019. godine (%BDP-a) .....	24
Slika 3. Izravna strana ulaganja u SAD-u od 1980. do 2019. godine .....	26
Slika 4. BDP po stanovniku u SAD-u od 1981. do 2019. godine (u \$) .....	27
Slika 5. Udio dohotka 20% najbogatijih i 20% najsiromašnijih stanovnika u ukupnom dohotku od 1986. do 2018. godine .....	28
Slika 6. Ukupna faktorska proizvodnost u Japanu između 1965. i 2019. godine .....	31
Slika 7. Izdane eurojenske i samuraj obveznice između 1984. i 1986. godine (u milijardama jena).....	33
Slika 8. Tržišna kapitalizacija i volumen trgovanja na tržištu dionica u Japanu između 1983. i 1989. godine (%BDP-a) .....	34
Slika 9. BDP po stanovniku u Japanu od 1981. do 2019. godine (u \$).....	35
Slika 10. Trend rasta i pada BDP-a u Japanu između 1988. i 1999. godine (%-tna promjena).....	36
Slika 11. BDP po stanovniku u Finskoj, Norveškoj i Švedskoj od 1981. do 2019. (u \$) .....	39
Slika 12. Krediti odobreni privatnom sektoru od 1980. do 1998. godine (% BDP-a) .....	40
Slika 13. Tržišna kapitalizacija dionica u razdoblju između 1982. i 1994. godine (% BDP-a).....	41
Slika 14. Nezaposlenost (% radno sposobnog stanovništva) između 1988. i 1994. godine ....	43
Slika 15. Realna kamatna stopa u promatranim zemljama između 1986. i 1997. godine (%). ..	46
Slika 16. Krediti odobreni privatnom sektoru između 1986. i 2019. godine (u %BDP-a) .....	47
Slika 17. Rast/pad BDP-a između 1987. i 2019. godine (%-tna promjena).....	48
Slika 18. Udio nenaplativih kredita u ukupnom broju kredita (%) od 1998. do 2019. godine ..	50
Slika 19. BDP po stanovniku u izabranim zemljama od 1985. do 2019. (u \$) .....	50
Slika 20. Krediti odobreni privatnom sektoru između 1985. i 2019. godine (% BDP-a) .....	53
Slika 21. Broj podružnica poslovnih banaka u izabranim zemljama između 2006. i 2018. ....	54
Slika 22. Inozemna izravna ulaganja (% BDP-a), neto priljevi između 1985. i 2019. godine. ..	55
Slika 23. BDP per capita u promatranim zemljama između 1990. i 2019. godine (u \$).....	56
Slika 24. Krediti odobreni privatnom sektoru od strane banaka između 1995. i 2019. godine (% BDP-a).....	57
Slika 25. Inozemno kreditiranje rezidenata i nerezidenata između 1999. i 2020. godine (u milijunima eura) .....	58
Slika 26. Inozemna izravna ulaganja u Hrvatskoj između 1993. i 2020. godine (u milijunima eura).....	59
Slika 27. Uvoz i izvoz u Hrvatskoj između 2000. i 2020. godine (u milijunima eura).....	60
Slika 28. Bruto domaći proizvod u Hrvatskoj između 2000. i 2020. godine .....	61
Slika 29. Inozemni dug Hrvatske između 2000. i 2020. (% BDP-a) .....	61

# ŽIVOTOPIS AUTORA

## OSOBNI PODACI

Ime i prezime: Filip Lorković  
Datum i godina rođenja: 3. siječnja 1997.  
Mjesto rođenja: Zagreb, Hrvatska  
Nacionalnost: Hrvat  
e-mail: [filip.lorkovic97@gmail.com](mailto:filip.lorkovic97@gmail.com)

## OBRAZOVANJE

2015. do 2021.: Ekonomski fakultet u Zagrebu - smjer Financije  
2011. do 2015.: Gornjogradska gimnazija u Zagrebu

## RADNO ISKUSTVO

- ožujak 2018.- danas - animator na dječjim rođendanima u NC Šalata
- rujan 2018.- slaganje i prenošenje arhiviranih dokumenata, Intereuropa d.o.o.
- veljača 2018. rad u organizaciji Sajma nautike u Zagrebu, Multi Forma d.o.o.
- prosinac 2017.- siječanj 2018. fizički radnik u organizaciji skijaške utrke na Sljemenu (Snow Queen Trophy), Catering Team Majetić d.o.o.
- studeni 2017.- prodavač, Baby Center d.o.o.
- kolovoz 2016.- zaposlenik u skladištu, Kuehne & Nagel d.o.o.
- travanj 2016.- zaposlenik u trgovini, Kaufland Hrvatska k.d.

## KVALIFIKACIJE

- strani jezici: engleski (aktivno), španjolski (pasivno)
- računalna znanja: Microsoft paket (Word, Excel, PowerPoint), MS Navision, Synesis
- vozačka dozvola: B kategorija

## HOBI

- nogomet, tenis, kvizovi, planinarenje