



SVEUČILIŠTE U ZAGREBU  
EKONOMSKI FAKULTET  
ZAGREB – HRVATSKA

UNIVERSITY OF ZAGREB  
Faculty of Economics and Business  
ZAGREB – CROATIA



# ZBORNIK

## EKONOMSKOG FAKULTETA U ZAGREBU

ISSN: 1333-8900  
UDK: 33

Godina 4, 2006.  
Zagreb, 1. prosinca 2006.

Izdavač:  
Ekonomski fakultet Zagreb  
Trg J.F. Kennedy-a 6  
Zagreb - Hrvatska

Uredništvo:  
prof. dr. sc. Anđelko Akrap, prof. dr. sc. Boris Cota,  
prof. dr. sc. Mirjana Pejić Bach, prof. dr. sc. Ksenija Dumičić,  
prof. dr. sc. Vilim Ferišak, prof. dr. sc. Mato Grgić,  
prof. dr. sc. Marijana Ivanov, prof. dr. sc. Tanja Kesić,  
prof. dr. sc. Ante Puljić, prof. dr. sc. Pere Sikavica,  
prof.dr.sc. Lajoš Žager

Glavni urednik:  
prof.dr.sc. Mato Grgić

Tajnik uredništva:  
Hrvoje Jošić, dipl.oec.

Adresa uredništva  
10000 Zagreb, Trg J.F. Kennedyja 6  
telefon +385 (01) 238 3121  
faks +385 (01) 233 5633  
e-mail: mrgic@efzg.hr  
e-mail: hjosic@efzg.hr

Lektor:  
Nikola Kustić, prof.

Prijevod sažetaka na engleski:  
Jelena Pranjić, prof.

Priprema i tisak:  
Mikrorad d.o.o. Zagreb

---

*Mislav Jošić, dipl. oec.*

Utjecaj procesa pregovora Hrvatske s Europskom komisijom  
na razvoj tržišta kapitala u Hrvatskoj

Impact of the Croatia's EU accession on the development  
of capital market in Croatia

131

---

*Prof. dr. sc. Ante Puljić,*

*Mr. sc. Ilko Vrankić*

*Mira Oraić, dipl. oec.*

Dolazak na putanju dohodak-potrošnja u točke maksimalnog  
zadovoljstva i minimalnih izdataka

Consumer's coming to the income-consumption path

145

---

*Prof. dr. sc. Marica Škrtić*

*Mihaela Mikić, dipl. oec.*

Gospodarsko značenje hrvatskoga poduzetništva – šanse i zamke

Economic importance of croatian entrepreneurship – possibilities and pitfalls

191

---

*Mr. sc. Domagoj Račić*

*Mr. sc. Vladimir Cvijanović*

Stanje i perspektive korporativnog upravljanja u Republici Hrvatskoj:  
primjer javnih dioničkih društava

Current state and perspectives of corporate governance in the Republic of Croatia:  
The example of public joint stock companies

205

---

*Prof. dr. sc. Jurica Pavičić*

*Doc. dr. sc. Nikša Alfirević*

*Prof. Nives Ivelja*

Oblici i mehanizmi potpore i suradnje s neprofitnim organizacijama u Hrvatskoj

Support and networking with the nonprofit organizations in Croatia

217

---

*Prof. dr. sc. Vlado Leko*

*Doc. dr. sc. Alen Stojanović*

Sektorska i namjenska struktura bankovnih kredita

Sector and purpose structure of bank loans

239

---

*Doc. dr. sc. Ivica Prga*

*Dr. sc. Ivan Šverko*

Izdvojeni aspekti razvoja bankovnog tržišta

Remoted aspects of banking market's development

263

---

*Mislav Jošić, dipl. oec.*

**UTJECAJ PROCESA PREGOVORA HRVATSKE S EUROPSKOM  
KOMISIJOM NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ**

**IMPACT OF THE CROATIA'S EU ACCESSION  
ON THE DEVELOPMENT OF CAPITAL MARKET IN CROATIA**

---

**SAŽETAK:** Procesom pristupanja Europskoj uniji i svekolikim naporima da se ovaj postupak ubrza, došlo je do iznimno brze liberalizacije tržišta kapitala u području investicijskog bankarstva, poglavito investicijskih fondova. Europske odluke u znatnoj su mjeri utjecale na razvoj hrvatskog tržišta kapitala te ubrzanog razvoja investicijskih fondova. Bijeg kapitala iz banaka s područja relativno niskih prinosa u aktivu investicijskih fondova djelovao je izrazito pozitivno na oživljavanje tržišta vrijednosnih papira i razvoja burzovnog poslovanja koje čini zamašnjak razvoja realne ekonomije.

**KLJUČNE RIJEČI:** EU, tržište kapitala, investicijski fondovi, Hrvatska.

**ABSTRACT:** In the process of acceding to the EU and with all efforts for the speeding up of this process, there has been an enormous boost in liberalization of capital market in the area of investment banking, especially investment funds. European decisions had major influence to the development of Croatian capital market and faster development of investment funds. Capital flow from the banks with low yields to the asset of investment funds had positive impact on the revival of stock market and the development of stock trading which is the key to the development of real economy.

**KEY WORDS:** EU, capital market, investment funds, Croatia.

---

## UVOD

U ovom radu analiziran je politički i ekonomski aspekt djelovanja ekonomske politike na razvoj hrvatskog tržišta kapitala. U prvom je dijelu naglasak stavljen na političke odluke u procesu pristupanja Europskoj uniji koje su prethodile ubrzanom razvoju i ekspanziji tržišta kapitala u Hrvatskoj. U drugom se dijelu razmatraju ekonomske posljedice europskih odluka na hrvatsko tržište kapitala s posebnim osvrtom na investicijske fondove koji su činili zamašnjak njegova razvoja. Komparacijom Hrvatske sa zemljama u okruženju koje su ušle u EU u posljednjem krugu proširenja, daje se potvrda teze da se koristi od pristupanja europskim integracijama očituju i u ubrzanom razvoju tržišta kapitala.

Početna hipoteza rada počiva na visokom stupnju korelacije između političkih i ekonomskih odluka važnih za Hrvatsku i hrvatsko tržište kapitala.

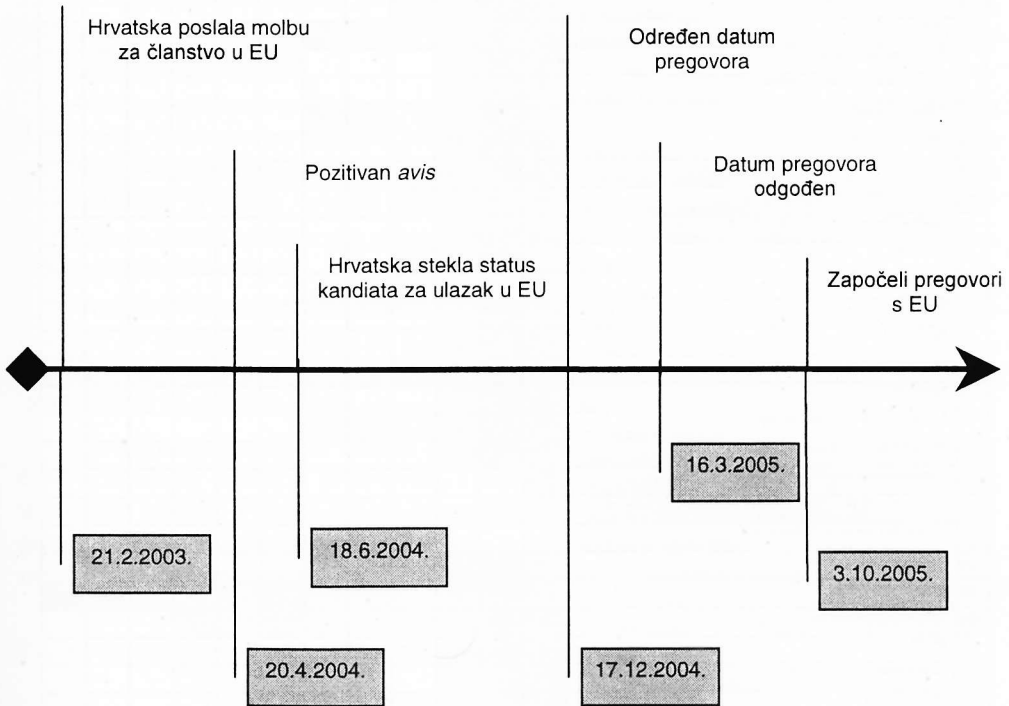
## 1. PUT HRVATSKE PREMA EUROPSKOJ UNIJI

Početak ubrzanog razvoja financijskog tržišta, gledano razvojem burzovnog poslovanja, broja i volumena transakcija, može se dovesti u usku vezu s naporima Hrvatske da se uključi u procesu pridruživanja Europskoj uniji koji je dugotrajan i nije nimalo lagan.

Hrvatska je 21. veljače 2003. godine poslala molbu za članstvo u Europskoj uniji što je rezultiralo pozitivnim mišljenjem Europske komisije 20. travnja 2004. godine. Dva mjeseca kasnije, 18. lipnja 2004. godine, Hrvatska je stekla status zemlje kandidata za punopravno članstvo u Europskoj uniji. Taj je datum označio početak rasta ulagačkog optimizma u domaćih i stranih investitora.

Put Hrvatske k Europskoj uniji s ključnim datumima u tom procesu može se vidjeti na sljedećem grafikonu:

**Grafikon 1. Vremenska linija - put Hrvatske prema EU**



Stjecanjem statusa kandidata za članstvo u EU Hrvatska je preuzela i obveze koje su uvjet za punopravno članstvo. Prihvaćanjem općih normi *acquis communautaire*, Hrvatska se obvezala uskladiti svoje zakonodavstvo sa zakonodavstvom Europske unije u 35 poglavlja *acquis communautaire*.

Generalno gledajući proces pristupanja Hrvatske Europskoj uniji mogli bismo podijeliti na 5 faza koje, vremenski određene, najbolje pokazuju utjecaj političkih odluka na kretanja dioničkog tržišta u Republici Hrvatskoj. Tih 5 faza vremenski smo odijelili s datumima koji su ključni za pristupanje Hrvatske u europske integracije, prvenstveno Europsku uniju.

Tablica 1. Pregled stanja procesa pregovora Hrvatske i EU<sup>1</sup>

n°	Poglavlja (-RH-EU)	1 a	1 b	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Sloboda kretanja roba <i>Free Movement of Goods</i>												
2	Sloboda kretanja radnika <i>Freedom of Movement for Workers</i>												
3	Pravo poslovnog nastana i sloboda pružanja usluga <i>Right of Establishment and Freedom to Provide Services</i>												
4	Sloboda kretanja kapitala <i>Free Movement of Capital</i>												
5	Javne nabave <i>Public Procurement</i>						2						
6	Pravo trgovačkih društava <i>Company Law</i>												
7	Pravo intelektualnog vlasništva <i>Intellectual Property Law</i>												
8	Tržišno natjecanje <i>Competition Policy</i>						4						
9	Financijske usluge <i>Financial Services</i>												
10	Informacijsko društvo i mediji <i>Informating Society and Media</i>												
11	Poljoprivreda i ruralni razvitak <i>Agriculture and Rural Development</i>												
12	Sigurnost hrane, veterinarska i fitosanitarna politika <i>Food Safety, Veterinary and Phytosanitary Policy</i>												
13	Ribarstvo <i>Fisheries</i>												
14	Prometna politika <i>Transport Policy</i>												
15	Energetika <i>Energy</i>												
16	Porezi <i>Taxation</i>												
17	Ekonomska i monetarna politika <i>Economic and Monetary Policy</i>												
18	Statistika <i>Statistics</i>												
19	Socijalna politika i zapošljavanje <i>Social Policy and Employment</i>						1						
20	Poduzetništvo i industrijska politika <i>Enterprise and Industrial Policy</i>												
21	Trans-europske mreže <i>Trans-European Networks</i>												
22	Regionalna politika i koordinacija strukturalnih instrumenata <i>Regional Policy and Co-ordination of Structural Instruments</i>												
23	Pravosuđe i temeljna ljudska prava <i>Judiciary and Fundamental Rights</i>												
24	Pravda, sloboda i sigurnost <i>Justice, Freedom and Security</i>						1						
25	Znanost i istraživanje <i>Science and Research</i>												
26	Obrazovanje i kultura <i>Education and Culture</i>												
27	Okoliš <i>Environment</i>												
28	Zaštita potrošača i zdravlja <i>Consumer and Health Protection</i>												
29	Carinska unija <i>Customs Union</i>												
30	Vanjski odnosi <i>External Relations</i>												
31	Vanjska, sigurnosna i obrambena politika <i>Foreign, Security and Defense Policy</i>												
32	Financijski nadzor <i>Financial Control</i>												
33	Financijske i proračunske odredbe <i>Finance and Budgetary Provisions</i>												
34	Institucije <i>Institutions</i>												
35	Ostala pitanja <i>Other Issues</i>												
Broj objavljenih poglavlja po fazama		29	25	12	7	7	3	2	2	1	1	1	1
Broj poglavlja u tijeku po fazama		0	0	13	5	0	4	0	0	1	0	0	0

➤ EU-Pregovori






➤ DG ELARG

➤ Croatia-EU Key documents

## Faza

1 a	EK-RH screening I (eksplanatorni)	6	RH dostavlja prегоvaracko stajalište Prodsjodavajućom EU
1 b	RH-EK screening II (bilateralni)	7	EK izrađuje nacrt zajedničkog stajališta EU (HZS)
2	EK izrađuje izvješće o screeningu	8	RS za proširenje Vijeća EU raspravlja o HZS-u
3	RS za proširenje Vijeća EU raspravlja o izvješću EK o screening-u	9	Vijeće EU usvaja Zajedničko stajalište EU
4	Vijeće EU odlučuje o otvaranju poglavlja / mjerilima za otvaranje	10	RH ispunjava mjerila za zatvaranje poglavlja
5	RH ispunjava mjerila za otvaranje poglavlja	11	Primenjeno zatvaranje poglavlja na MKV

## Stanje procesa u fazi

	Objavljeno faza		Prešćoćene faze		Uvjetno faze (ako ima mjerila)
	Faze u tijeku		Preostale faze		Broj mjerila

Izvor: www.eu-pregovori.hr

<sup>1</sup> Stanje pregovora na dan 21. srpnja 2006. godine.

Navedenih 35 poglavlja *acquis communautaire* trenutno prolaze faze bilateralnog i eksplanatornog screeninga što je i prikazano u tablici 1.

Slijedom prijašnje odluke Europsko vijeće je 17. prosinca 2004. godine odredilo datum početka pregovora s Republikom Hrvatskom predviđen za 17. ožujka 2005. godine. Uslijed nepovoljnih političkih zbivanja i negativne slike Hrvatske na međunarodnoj sceni, Europsko vijeće je 16. ožujka 2005. godine odgodilo početak pregovora s Hrvatskom na tada neodređeno razdoblje.

Nakon pomaka na političkom planu i rješavanja ključnih političkih pitanja Hrvatska je 3. listopada 2005. godine započela pregovore oko pristupanja u Europsku uniju. Formalno otvaranje pregovora označio je proces *screeninga*, tj. postupka analize usklađenosti i harmonizacije hrvatskih pravnih propisa s europskim. U trenutku pisanja ovog rada<sup>2</sup> Hrvatska je znatno napredovala u procesu screeninga i riješeno je preko 80% poglavlja u prvom preglednom krugu.

Pozitivne odluke početno s dobivanjem statusa kandidata za prijam u Europsku uniju povećali su optimizam ulagača na domaćem tržištu kapitala zbog uvriježenog mišljenja u financijskim krugovima da je potencijal rasta (tržišne kapitalizacije) domaćih poduzeća daleko ispod onoga optimalnog odnosno ravnotežnog.

Financijskom analizom sektora domaće ekonomije otkriveni su novi ulagački potencijali u domaćoj industriji prvenstveno i zahvaljujući početnom potisku generiranom od inozemnih ulagača. Potencijal bankovnog sektora i telekomunikacijskog tržišta odavno je prepoznat, a industrije poput farmaceutske, prehrambene, građevinske i turističkog segmenta čekale su povoljno vrijeme za kapitalizaciju svoje realne vrijednosti.

Efekte približavanja Europskoj uniji analizirat ću na primjeru razvoja burzovnog tržišta, investicijskih fondova i ostvarenih prinosa u njima.

## 2. RAZVOJ BURZOVNOG TRŽIŠTA

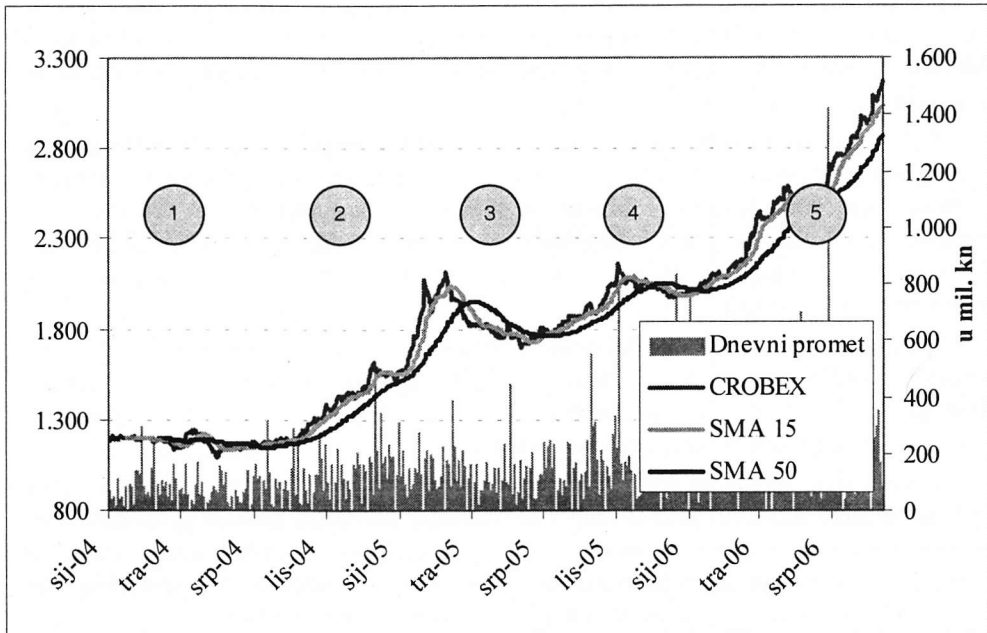
Paralelno s naporima Hrvatske da se učvrsti na međunarodnom planu, tijekom europskih događaja pratio je gotovo u stopu razvoj burzovnog tržišta. Zbog relativno malog značenja Varaždinske burze vrijednosti, tj. njezine relativno male tržišne kapitalizacije, fokusirat ću se na Zagrebačku burzu čije vrijednosti tržišne kapitalizacije i službenog dioničkog indeksa – CROBEX-a predstavljaju polaznu osnovu za analizu.

Stupanj razvoja Zagrebačke burze vrijednosnica mjeren indeksom CROBEX u 2003. godini nije pokazivao osjetljivost na promjene iz makro okoline, što je značilo da nisu ostvareni preduvjeti za tržišnu utakmicu zbog nepostojanja interesa domaćih ulagača. Ti su interesi djelomično bili rezultat pesimističkih očekivanja glede napretka Hrvatske u europskim integracijama, što je i moja početna pretpostavka u ovom radu. Pomakom u međunarodnim pregovorima 2004. godine ovaj interes se pokazao i u snažnom rastu dioničkog tržišta u navedenoj godini, što možemo vidjeti na sljedećem grafikonu:

<sup>2</sup> Rujan 2006. godine.



**Grafikon 2. Kretanje službenog indeksa Zagrebačke burze (CROBEX) i ostvarenog dnevnog prometa siječanj 2004. – kolovoz 2006. godine**



*Izvor: Povijesni podatci sa [www.zse.hr](http://www.zse.hr).*

Navedeni grafikon možemo podijeliti u 5 faza koje vremenski najbolje pokazuju stadije u donošenju odluka u procesu pristupanja Hrvatske europskim integracijama.

Prva faza bilježi period prije negoli je Hrvatska dobila status zemlje kandidata za ulazak u EU. Ovaj period pokazuje konstantu u razvoju dioničkog tržišta sve do 18. lipnja 2004. godine.

Druga i treća faza su period uzleta vrijednosti dioničkog indeksa Zagrebačke burze što je najvećim dijelom bio rezultat stjecanja statusa kandidata i određivanja datuma pregovora s Europskom unijom. Paralelno s rastom službenog dioničkog indeksa Zagrebačke burze rastao je i prosječni dnevni promet s većom varijancom nego u prijašnjim razdobljima.

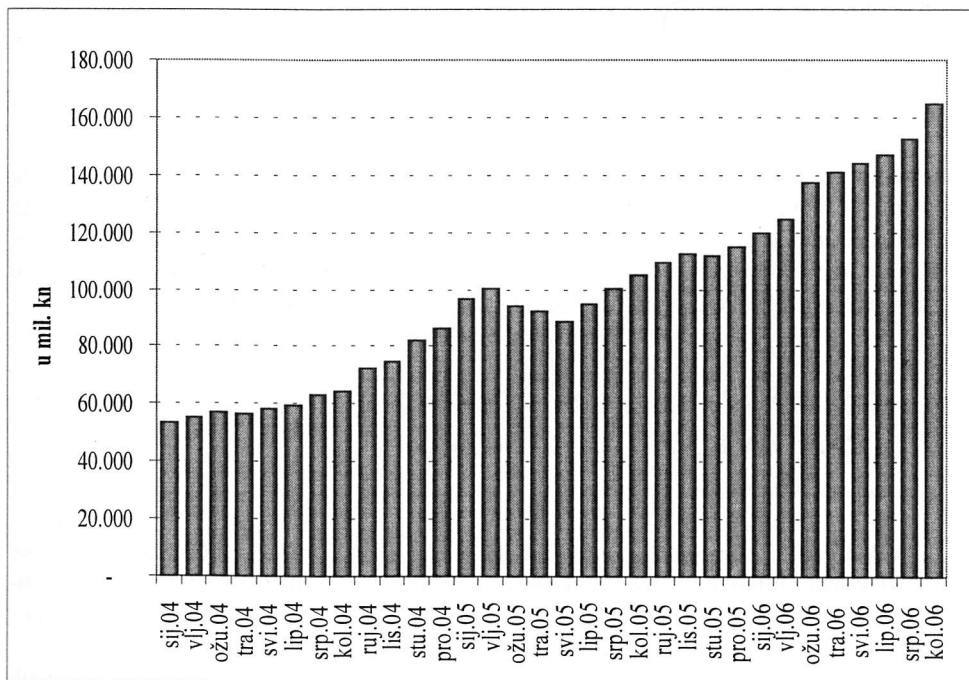
Na grafikonu se može uočiti nekoliko većih ili manjih perioda korekcije od kojih je najjači počeo nakon 16. ožujka 2005. godine (četvrta faza) kada je Europsko vijeće odgodilo početni datum pregovora s Hrvatskom.

Hrvatska se trenutno nalazi u petoj fazi koja je obilježena visokim stopama rasta, tj. prinosa na tržištu kapitala. Ovakav razvoj događaja rezultat je sve većeg optimizma domaćih ulagača i prepoznavanja hrvatskih potencijala na domaćem dioničkom tržištu.

Drugi način prikaza stanja na financijskom tržištu vrijednosnih papira može se pokazati i preko ukupne tržišne kapitalizacije svih vrijednosnica koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi.

Na grafikonu 3. možemo podrobnije promotriti ove vrijednosti:

**Grafikon 3. Tržišna kapitalizacija vrijednosnih papira<sup>3</sup> listanih na Zagrebačkoj burzi siječanj 2004. - kolovoz 2006. godine**



Izvor: Mjesečna izvješća burze sa [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Usporedbom grafikona 2. i grafikona 3. uočavaju se slične tendencije rasta što dovoljno govori u prilog signifikantnosti i adekvatnoj strukturi CROBEX indeksa.

Zbirni podatci za 2004. i 2005. godinu te prvih osam mjeseci, 2006. godine prikazani su u tablici 2.

<sup>3</sup> Tržišna kapitalizacija uključuju vrijednost svih dionica i obveznica prema zadnjoj cijeni na dan izračuna (potkraj mjeseca).

**Tablica 2. Godišnji pregled trgovanja na Zagrebačkoj burzi**

	2004	2005	I-VIII/2006
CROBEX	1.566	1.998	3.100
Ukupni promet (mil. kn)	23.737	34.204	31.532
Tržišna kapitalizacija (a+b) (mil. kn)	86.294	115.124	165.008
a) dionice	61.734	80.725	127.165
b) obveznice	24.560	34.399	37.842
Broj aktivnih vrijednosnih papira	153	169	103*

\* - podatak nedostupan za godinu kumulativno, prikaz za kolovoz 2006.

*Izvor: Mjesečna i godišnja izvješća za 2004. i 2005. godinu te kolovoz 2006. godine s [www.zse.hr](http://www.zse.hr).*

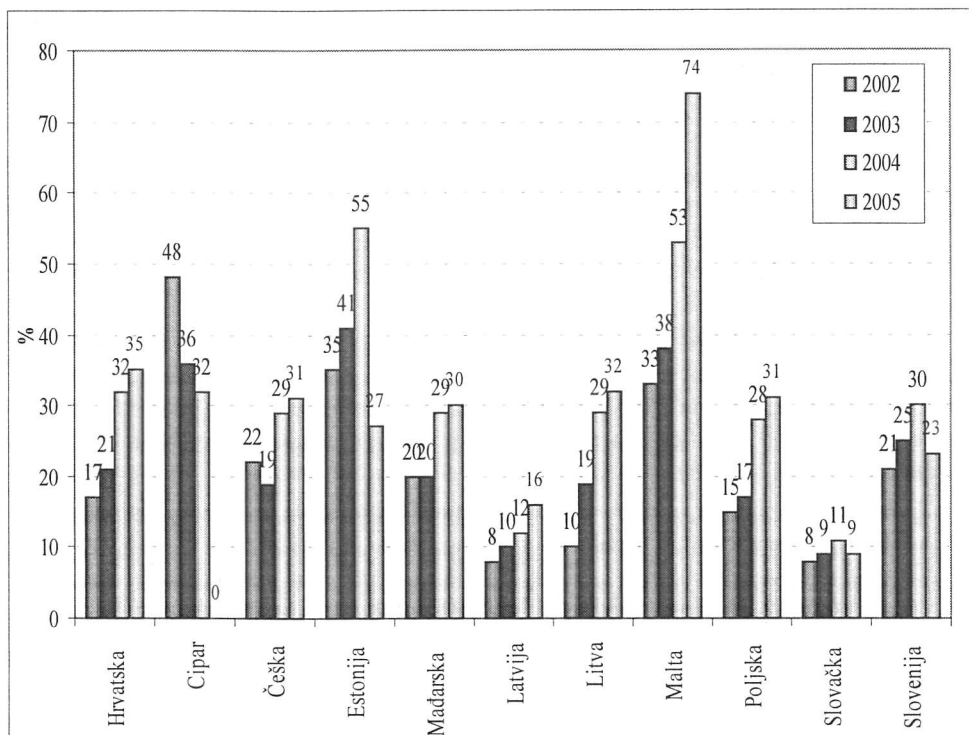
Podatci iz tablice 2. potkrjepljuju prijašnje grafove te naglašavaju značenje dužničkog tržišta (tržište obveznica) u razvoju tržišta kapitala u Hrvatskoj. Klasičan, skup i rigidan način prikupljanja sredstava za poduzeće putem kredita u većoj mjeri je zamijenjen sekundarnim načinom putem emisije obveznica čije su stope naznačene u kuponu i nekoliko postotnih poena niže od efektivnih kamatnih stopa na kredite poduzećima.

### **3. KOMPARACIJA HRVATSKOG TRŽIŠTA KAPITALA I NOVIH ČLANICA EU**

Početna hipoteza ovoga rada nastojala je dovesti u vezu političke i ekonomske odluke i dokazati stupanj njihove visoke korelacije. Na grafikonu 2. vidjeli smo uzročno-posljedičnu vezu između odluka Europske komisije i njihove refleksije na hrvatsko tržište kapitala.

Na grafikonu 4. prikazan je udjel tržišne kapitalizacije listanih poduzeća odabranih zemalja (novih članica EU, uključujući i Hrvatsku) u ukupnom bruto domaćem proizvodu. Sve navedene zemlje (s izuzećem Cipra) bilježile su brz i skokovit rast u razdoblju od 2002. do 2005. godine što je još jedna potvrda tezi da se efekti na vanjsko-diplomatskom planu najbrže prenose na tržište kapitala, u užem smislu, na dioničko tržište. Potkraj 2005. godine Hrvatska je po razvoju dioničkog tržišta bila ispred nekoliko novih članica EU poput Češke, Estonije, Mađarske, Latvije, Litve, Poljske, Slovačke i susjedne nam Slovenije s 35% udjela tržišne kapitalizacije u formiranju BDP-a.

**Grafikon 4. Udjel tržišne kapitalizacije listanih poduzeća u BDP-u odabranih zemalja**



Izvor: World Development Indicators Database, obrada autora.

U komparaciji s budućim članicama Europske unije – Rumunjske i Bugarske, Hrvatska je superiorna promatrajući vrijednost tržišne kapitalizacije kao udjela u BDP-u (tablica 3.) koja je iznosila 35% u 2005. godini naspram 19% i 21% Bugarske i Rumunjske, redom.

**Tablica 3. Udjel tržišne kapitalizacije listanih poduzeća u BDP-u kandidata za ulazak u EU**

	2002	2003	2004	2005
Bugarska	5%	9%	12%	19%
Hrvatska	17%	21%	32%	35%
Rumunjska	10%	9%	16%	21%

Izvor: Ibid, obrada autora.

Ovi podaci dovode do zaključka da su sve zemlje u procesu pristupanja Europskoj uniji, uključujući i potencijalne zemlje članice, bilježile pozitivne efekte od ovog procesa u vidu jačanja pozicije poduzeća na domicilnim financijskim tržištima. Poseban je slučaj Hrvatske čije su stope rasta i razvoja dioničkog tržišta bile među najvećima, što je dijelom i zasluga investicijskih fondova, što ću analizirati u sljedećem poglavlju.

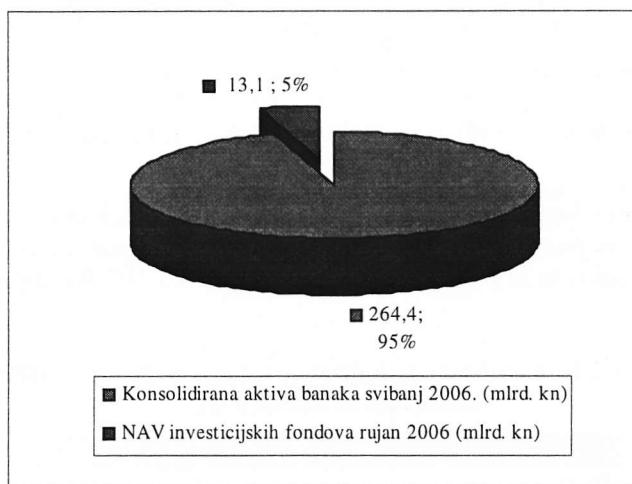
#### 4. USPON INVESTICIJSKIH FONDOVA

Svoju šansu u ostvarenju ekstraprofita u fazi ekspanzije hrvatskog tržišta kapitala spremno su ugrabili investicijski fondovi koji su u velikoj mjeri zajedno s mirovinskim osiguravajućim društvima bili generator toga rasta. Osnovu za razvoj investicijskih fondova čini Zakon o investicijskim fondovima (NN br. 107/95.) te netom izmijenjeni i dopunjeni Zakon o investicijskim fondovima (NN br. 150/05.).

Ispunjenjem regulatornih normi i stvaranjem povoljne klime za poslovanje, primjetan je ubrzan rast broja i neto vrijednosti aktive investicijskih fondova u Hrvatskoj. Prema javno dostupnim podacima<sup>4</sup>, u Hrvatskoj je na početku rujna 2006. godine poslovalo ukupno 57 otvorenih investicijskih fondova čija je neto vrijednost aktive (NAV<sup>5</sup>) iznosila 13,1 mlrd. kuna.

Zanimljiv je i podatak o udjelu aktive investicijskih fondova u ukupnoj aktivi investicijskih fondova i komercijalnih banaka što je prikazano na grafikonu 5.

**Grafikon 5. NAV investicijskih fondova i ukupna aktiva bankarskog sektora u Republici Hrvatskoj 2006. godine**



Izvor: Tablica D1 ([www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)); [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr).

<sup>4</sup> Podatci o broju i vrijednosti aktive preuzeti s portala [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr).

<sup>5</sup> eng. net asset value – ukupna vrijednost portfolia fonda umanjena za obveze društva izračunata na dnevnoj bazi

Udjel aktive investicijskih fondova u ukupnoj aktivni banaka i investicijskih fondova iznosio je 5% što nije podatak koji se može zanemariti s obzirom na i dalje tradicionalnu percepciju banaka u očima hrvatskih građana (štediša). Može se očekivati da će se ovaj odnos povećavati u korist investicijskih fondova uslijed daljnjeg rasta informiranosti štediša o novim vidovima štednje u investicijskim fondovima, pozitivne razlike prinosa između investicijskih fondova i banaka u korist prvih te popularizacije investicijskog bankarstva u Hrvatskoj.

Jedna od glavnih karakteristika kapitala jest njegova tranzitivnost iz područja nižih prinosa u područje viših prinosa. Slijedom razvoja investicijskog bankarstva u Hrvatskoj te dugoročno pozitivnih odluka Europske komisije u procesu pristupanja Hrvatske u Europsku uniju i, shodno tome, izrazito visokih prinosa, došlo je do odljeva dijela sredstava iz banaka (oročeni i štedni depoziti te sredstva po tekućim i žiroračunima) u investicijske fondove. U strukturi ovih sredstava podjednako su zastupljena i kućanstva i poduzetnici, što čini dobru osnovu za ravnomjeran razvoj hrvatskog tržišta kapitala u budućnosti.

Poduzeća su tradicionalno više zainteresirana za ulaganje u novčane fondove s minimalnim rizikom i sigurnim prinosom na razini 4-5% godišnje, dok kućanstva odnosno mali investitori imaju manju averziju prema riziku i uglavnom se odlučuju za špekulativne poteze polaganjem svojih sredstava u visoko rizične dioničke i mješovite fondove.

Informacije prikupljene iz javno dostupnih izvora<sup>6</sup> s početka rujna 2006. godine govore o prisutnosti 57 otvorenih investicijskih fondova u Hrvatskoj od čega njih 14 pripada novčanim fondovima, 14 obvezničkim, 14 mješovitim te 15 dioničkim fondovima (prema kriteriju padajuće likvidnosti). Ukupna vrijednost neto aktive ovih fondova iznosila je 4,8 mlrd kn, 1,3 mlrd. kn, 4,6 mlrd. kn i 2,5 mlrd. kn, redom.

Da bismo shvatili efekte iz makrookoline (odluke europskih institucija) koji su djelovali na razvoj investicijskih fondova, analizirat ću prinose novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova na agregatnoj razini. Javno objavljeni podatci omogućuju pregled prinosa pojedinih fondova unazad 12 i 24 mjeseca što omogućuje usporedbu vremenski i strukturno. Za izračun prosječnog prinosa u strukturi fondova uzeo sam medijan (centralna vrijednost) jer aritmetička sredina ne bi davala zadovoljavajuće podatke za ovu vrstu analize.

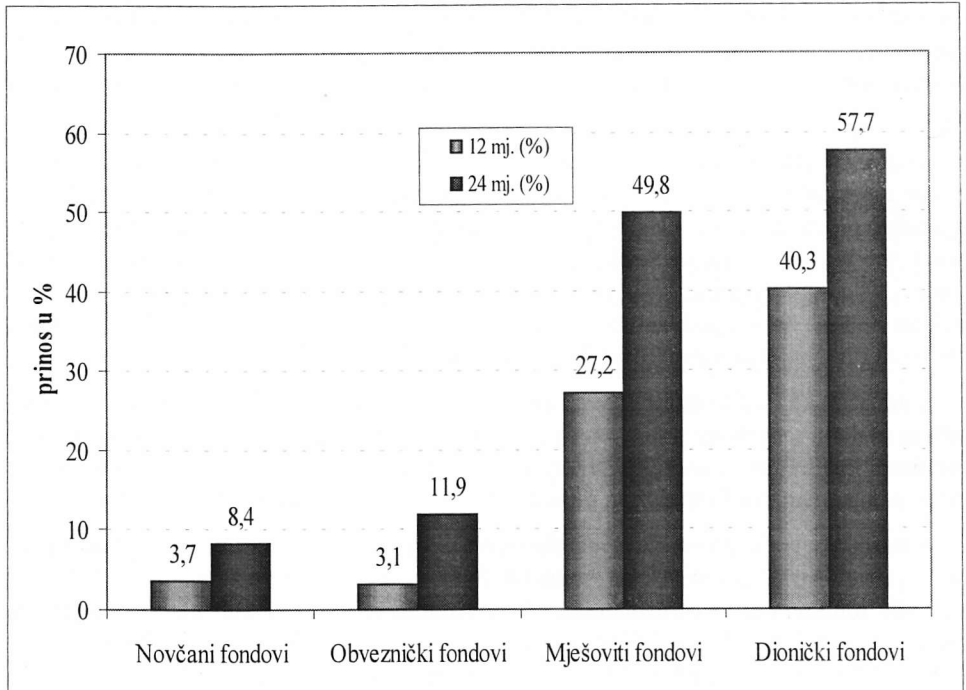
Budući da su neki fondovi osnovani unutar promatranog perioda (12 ili 24 mjeseca), njihove sam vrijednosti namjerno izostavio iz analize jer ne daju točnu sliku stanja. Potrebno je još napomenuti da je obračunska valuta za prikupljena sredstva iskazana u HRK, USD i EUR, što je bitno za izračun NAV-a dok je za prosječni prinos ona irelevantna.

Medijan prinosa investicijskih fondova u Hrvatskoj unazad 12 i 24 mjeseci iz analize prikazan je na grafikonu 6.

---

<sup>6</sup> Podatci o neto vrijednosti aktive prikupljeni i analizirani s portala [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr).

**Grafikon 6. Medijan prinosa investicijskih fondova u Hrvatskoj zadnjih 12 i 24 mjeseca**



*Izvor: Podatci obrađeni i analizirani iz zbirne tablice sa [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr).*

Na grafikonu 6. možemo vidjeti kretanje prinosa (medijan svih vrijednosti) prema rizičnoj strukturi fonda. Novčani fondovi bilježe pad profitabilnosti u zadnjih 12 mjeseci u odnosu na godinu prije (3,7% naspram 4,7%), obveznički također s 3,1% naspram 8,8%, dok su mješoviti rasli po višoj stopi u recentnom razdoblju od 27,2% naspram 22,6% u godini prije. Dionički fondovi bilježe najveće stope rasta, i to 40,3% u zadnjih 12 mjeseci u odnosu na 17,4% u godini prije. Ovdje uočavamo tendenciju pada prinosa fondova čiji je portfolio većinski strukturiran od kratkoročnih vrijednosnih papira u zadnjih 12 mjeseci, što je u skladu s padom aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka, dok su fondovi koji operiraju s dugoročnim vlasničkim i dužničkim vrijednosnim papirima ostvarili rekordne stope rasta u recentnom razdoblju.

Zaključak koji se nameće još jednom dovodi u vezu pozitivnu orijentaciju hrvatske vanjske politike prema europskim integracijama i prinosa dioničkih fondova koji su činili zamašnjak razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj, rasta štednje i njezine multiplikativne efekte na ostale agregate od vitalnog značenja za razvoj gospodarstva Hrvatske u cjelini.

Sljedeće pitanje koje se nameće jest dugoročna održivost rasta prinosa investicijskih fondova u budućnosti. Zasiurno će biti nužna korekcija u idućem razdoblju dok će dugi

rok biti određen prvenstveno ulaskom novih poduzeća na burzu koja će svojom veličinom dati novi potencijal rastu i razvoju tržišta kapitala u Hrvatskoj. Može se očekivati da će ovaj period biti nastavljen do trenutka ulaska Hrvatske u Europsku uniju i integracije domaćeg i stranih financijskih tržišta u većoj mjeri negoli je to danas.

## 5. ZAKLJUČAK

U ovom sam radu nastojao povezati nekoliko ključnih čimbenika koji su utjecali i koji će utjecati na razvoj hrvatskog tržišta kapitala i financijskog tržišta u budućnosti. Početni koraci koje je Hrvatska napravila još 2003. godine slanjem molbe za članstvo u EU nagovijestili su ubrzan razvoj onih struktura koje će prvenstveno imati koristi od ovoga procesa. Rast i razvoj najveće hrvatske burze, one Zagrebačke, u stopu je pratio zbivanja na međunarodnoj sceni i bio generator rasta novih financijskih institucija – investicijskih fondova za koje je postojao zakonodavni okvir. Svaka važnija odluka koju je donijela Europska komisija, uzrokovala je volatilnost na hrvatskom dioničkom tržištu, što dovoljno govori o elastičnosti toga tržišta na odluke koje su od krucijalne važnosti za državu Hrvatsku.

Komparacijom hrvatskog tržišta kapitala s nama usporedivim zemljama u okruženju – zemljama koje su ušle u Europsku uniju u zadnjem krugu proširenja i onima koje još kandidiraju za ulazak, može se izvući zaključak da je hrvatski put k EU relativno uspješan, mjereno udjelom tržišne kapitalizacije listanih poduzeća u ukupnom BDP-u.

Prinosi koji su ostvarivani od početka 2004. godine pa do danas govore o mogućnosti ostvarenja ekstremnih profita i alternativnih oblika štednje odnosno ulaganja pored klasičnog bankarskog depozita, kako za građane tako i za poduzeća. Sadašnji broj 57 otvorenih investicijskih fondova dovoljno govori u prilog o mogućnostima zarade i potencijalima koje naše financijsko tržište pruža. Daljnjom privatizacijom državnih poduzeća i izlaskom većih igrača (držatelja prirodnih monopola) na burzu bit će omogućen održiv rast prinosa investicijskih fondova u periodu do ulaska Hrvatske u Europsku uniju. Dugoročan razvoj događaja zasigurno će Hrvatskoj donijeti puno više koristi nego troškova u ovom procesu i upravo taj argument govori u prilog opravdanosti hrvatske odluke za ostvarenjem članstva u europskim asocijacijama i integracijama.

## LITERATURA

1. *Bilten br. 117*, Hrvatska Narodna Banka, 2006. Dostupno s: [\[http://www.hnb.hr/publikac/bilten/arhiv/bilten-117/hbilt117.pdf?tsfsg=b91efbb01ff2d69d061cd97e8994ab94\]](http://www.hnb.hr/publikac/bilten/arhiv/bilten-117/hbilt117.pdf?tsfsg=b91efbb01ff2d69d061cd97e8994ab94)
2. *Hrvatski otvoreni investicijski fondovi*, Dostupno sa: [\[http://www.hrportfolio.hr/\]](http://www.hrportfolio.hr/)
3. Leko, V. et al., *Rječnik bankarstva*, Masmedia, Zagreb. 1998.
4. *Mjesečna izvješća ZSE za 2004. godinu*. Dostupno s: [\[http://www.zse.hr/periodicals.php?sessionId=e299a97b31cb46c58bfa390d967aefcd\]](http://www.zse.hr/periodicals.php?sessionId=e299a97b31cb46c58bfa390d967aefcd)



5. *Mjesečna izvješća ZSE za 2005. godinu*. Dostupno s:  
[<http://www.zse.hr/periodicals.php?sessionId=e299a97b31cb46c58bfa390d967aefcd>]
6. *Mjesečna izvješća ZSE za 2006. godinu*. Dostupno s:  
[<http://www.zse.hr/periodicals.php?sessionId=e299a97b31cb46c58bfa390d967aefcd>]
7. *Pregled stanja procesa pregovora*, Ministarstvo vanjskih poslova i europskih integracija. Dostupno s:  
[[http://www.eu-pregovori.hr/files/PREGLED\\_STANJA\\_PROCESA\\_PREGOVORA-2006-07-21-M.pdf](http://www.eu-pregovori.hr/files/PREGLED_STANJA_PROCESA_PREGOVORA-2006-07-21-M.pdf)]
8. *World Development Indicators Database*, Svjetska Banka, 2006. Dostupno s:  
[<http://devdata.worldbank.org/data-query/>]
9. *Zakon o investicijskim fondovima*, NN br. 107., 1995. Dostupno s:  
[<http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/1995/1767.htm>]
10. *Zakon o investicijskim fondovima*, NN br. 150., 2005. Dostupno s:  
[<http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2005/2897.htm>]