

# Financijalizacija u Europi

---

Čudić, Lara

Master's thesis / Diplomski rad

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:405975>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-20**



Repository / Repozitorij:

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
„Dr. Mijo Mirković“

**LARA ČUDIĆ**

**FINANCIJALIZACIJA U EUROPI**

Diplomski rad

Pula, 2017.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
„Dr. Mijo Mirković“

**LARA ČUDIĆ**

## **FINANCIJALIZACIJA U EUROPI**

Diplomski rad

**JMBAG: 0303012293, Broj indeksa: 407-ED, redoviti student**

**Studijski smjer: Financijski menadžment**

**Predmet: Međunarodne financije**

**Znanstveno područje: Društvene znanosti**

**Znanstveno polje: Ekonomija**

**Znanstvena grana: Financije; Međunarodna ekonomija**

**Mentor: Prof. dr. sc. Ines Kersan - Škabić**

Pula, listopad 2017.

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani \_\_\_\_\_, kandidat za magistra ekonomije/poslovne ekonomije ovime izjavljujem da je ovaj Diplomski rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Diplomskog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

---

U Puli, \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godine

IZJAVA  
o korištenju autorskog djela

Ja, \_\_\_\_\_ dajem odobrenje Sveučilištu  
Jurja Dobrile  
u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom

\_\_\_\_\_ koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.

Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, \_\_\_\_\_ (datum)

Potpis

\_\_\_\_\_

## SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
2. FINANCIJSKI SUSTAV .....	3
2.1. <i>Financijska globalizacija</i> .....	7
2.2. <i>Financijska liberalizacija</i> .....	10
2.3. <i>Financijalizacija</i> .....	13
2.3.1. <i>Pojam i definicije financijalizacije</i> .....	13
2.3.2. <i>Povijest i razvoj financijalizacije</i> .....	15
2.3.3. <i>Vrste financijalizacije</i> .....	19
2.3.3.1. <i>Geografska financijalizacija na primjeru Južne Koreje</i> .....	20
2.3.4. <i>Oblici financijalizacije</i> .....	23
3. FINANCIJALIZACIJA I FINANCIJSKA KRIZA U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE .....	25
3.1. <i>Financijalizacija, dug stanovništva i nove ranjivosti u post-socijalističkim zemljama</i> .....	25
3.1.1. <i>Financijalizacija na razini stanovništva: socijalni i ekonomski aspekti</i> .....	30
3.1.1.1. <i>Financijalizacija na razini stanovništva u Hrvatskoj</i> .....	37
3.2. <i>Financijalizacija u zemljama jugoistočne Europe i zemljama Višegradskog sporazuma</i> .....	43
3.2.1. <i>Financijalizacija u zemljama jugoistočne Europe i zemljama Višegrada</i> .....	44
3.2.1.1. <i>De-industrijalizacija i ovisnost o kapitalnim tokovima</i> .....	44
3.2.1.2. <i>Financijalizacija i razvoj prije krize</i> .....	45
3.2.1.3. <i>Kriza i autoritativne politike</i> .....	49
3.2.2. <i>Financijalizacija i izvozna industrijalizacija u Višegrad državama i Sloveniji</i> .....	50
3.2.2.1. <i>Temeljna obilježja financijalizacije</i> .....	52
3.2.2.2. <i>Oblici financijalizacije, kriza i anti-krizna politika</i> .....	55
3.2.3. <i>Financijalizacija u Hrvatskoj i Sloveniji</i> .....	57
4. FINANCIJALIZACIJA, FINANCIJSKI RAZVOJ I GOSPODARSKI RAST .....	65
5. ZAKLJUČAK .....	74
LITERATURA .....	76
POPIS TABLICA .....	81
POPIS GRAFIKONA .....	82
SAŽETAK .....	83
SUMMARY .....	84

## 1. UVOD

Financijski sustav neophodan je dio svake države i njene ekonomske politike. Da bi svako gospodarstvo moglo uspješno funkcionirati i generirati rast tijekom vremena potreban je što kvalitetniji i razvijeniji financijski sustav. Također, postoji uska povezanost između financijskog i realnog sektora u smislu da utječu jedan na drugoga. Drugim riječima, promjene i poremećaji u financijskom sektoru odražavaju se na realni sektor, isto kao što i zbivanja u realnom sektoru (političke krize, ratovi) utječu na financijski sektor.

Tema ovog diplomskog rada jest financijalizacija u Europi. Financijalizacija je relativno noviji pojam koji je zaokupirao misli raznih stručnjaka. Pod pojmom financijalizacije podrazumijeva se rast udjela financijskog sektora u ukupnoj ekonomskoj aktivnosti. Proces financijalizacije i njezine posljedice najviše su istražene u razvijenim zapadnim europskim državama, dok u manje razvijenim državama o ovoj temi ima vrlo malo literature. Financijalizacija je posljedica kapitalne mobilnosti te u ovom radu nastoji se pobliže objasniti na koji način ona utječe na cjelokupno gospodarstvo i svakodnevni život pojedinaca i poduzeća.

Svrha ovog diplomskog rada jest pobliže objasniti fenomen financijalizacije i općenito dominantnu ulogu financija i financijskog sektora unutar jednog gospodarstva. Nastoji se objasniti na koji način financijski svijet utječe na svakoga od nas te koji je najefikasniji način na koji se s njim možemo nositi.

Drugo poglavlje odnosi se na pojam, definiciju i važnost financijskog sustava, u nastanku financijske globalizacije i liberalizacije kako bi se kasnije jednostavnije shvatilo što je uopće financijalizacija te kakva je i kolika njezina važnost. Također, objašnjava se pojam, povijest i razvoj financijalizacije te njezini oblici.

Nakon kratkog pregleda navedenih pojmova, treće je poglavlje, ujedno i srž ovog diplomskog rada, financijalizacija u zemljama jugoistočne Europe. Mnogim je autorima veliki izazov istraživanje procesa financijalizacije upravo u ovoj regiji iz razloga što su sve države u ovoj skupini u jednom razdoblju bile suočene s više različitih, a međusobno povezanim procesima (tranzicija gospodarstva, privatizacija,

globalizacija). U ovom poglavlju fokus je na države nekadašnje Jugoslavije te države Višegrada i Slovenije te komparacija istih. Razlog usporedbe ovih skupina zemalja jest što su obje prolazile slične situacije, a proces financijalizacije implementiran je na drugačiji način, a time i posljedice financijalizacije na gospodarstvo nisu bile iste.

Četvrto poglavlje obuhvaća kratki pregled odnosa financijskog razvoja i gospodarskog rasta. Njihov je odnos veoma kompleksna tema te je u ovom radu svedena na minimum iz razloga što nije predmet samog rada, ali je usko povezana s procesom financijalizacije i zaključcima o tome da li financijski razvoj potiče gospodarski rast ili je gospodarski rast razlog povećanog financijskog razvoja. Mnogi se autori još uvijek ne mogu složiti što utječe na što ili je pak veza između ta dva pojma dvosmjerna.

U zaključku su ujedinjena najvažnija saznanja iz prethodnih poglavlja i način na koji je moguće suočiti se s procesom financijalizacije.

Tijekom pisanja u ovom su radu korišteni su različiti podaci sakupljeni iz sekundarnih izvora, knjiga, časopisa, znanstvenih članaka i radova objavljenih na internetskim stranicama. U radu su korištene metode deskripcije, kompilacije, analize, komparacije i povijesne metode.



## 2. FINANCIJSKI SUSTAV

Da bi se uopće moglo govoriti o samoj financijalizaciji i financijalizaciji Europe, prvo je potrebno osvrnuti se općenito na financijski sustav i njegovu ulogu u samom gospodarstvu.

Financijski sustav možemo definirati kao jedan od najvažnijih, a pritom i najregularnijih dijelova ukupnog gospodarstva (Leko, 2001). Financijski sustav neke zemlje čine njezina valuta, platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije te institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad. „U Republici Hrvatskoj dominantnu poziciju u financijskom sustavu zauzimaju poslovne banke, čiji rad regulira i nadzire središnja banka – Hrvatska narodna banka (HNB). Poslovne banke najaktivnije su financijske institucije, i u platnom sustavu, i na sva tri financijska tržišta: novčanom, deviznom i tržištu kapitala“ (Rončević, nema datuma). Postoje dvije osnovne zadaće financijskog sustava. Prva od njih jest koncentracija i mobilizacija slobodnih novčanih sredstava, dok druga podrazumijeva njihovu alokaciju u gospodarski opravdane projekte (HNB, 2015).

„Financijski sustav jest pokretački mehanizam svakog gospodarstva iz razloga što on svojom transfernom, alokativnom, štednom, kreditnom funkcijom te funkcijama održavanja likvidnosti, plaćanja, čuvanja kupovne moći, preuzimanja rizika i važnim gospodarsko-političkim funkcijama ostvaruje preko brojnih financijskih tržišta“ (Leko, 2001). Samo gospodarstvo je djelotvornije ukoliko je i financijski mehanizam razvijeniji zato što je širem krugu sudionika omogućeno sudjelovanje u formiranju produktivnog kapitala i u njegovoj primjeni (Leko, 2001).

Prema Levinu (1997) financijski se sustav može definirati kao skup institucija, tržišta i propisa koji omogućavaju alokaciju resursa u vremenu i prostoru. Ovaj temeljni cilj financijski sustav ispunjava obavljajući pet osnovnih funkcija: mobiliziranje štednje, alokaciju resursa, korporativnu kontrolu, upravljanje rizikom i olakšavanje razmjene dobara i usluga (Dalić, 2002).

U odsustvu adekvatne koordinacije između mjera monetarne, fiskalne i međunarodne politike kojima se usmjerava aktivnost u financijskoj sferi, financijski sustav djeluje autonomno što znači da sam spontano odlučuje o smjeru i dinamici razvoja nacionalnog gospodarstva (Ivanov, 2004).

Suštinski razlog nastanka financijskog sustava odnosno financijskih institucija i tržišta su asimetrična distribucija informacija te troškovi prikupljanja informacija i obavljanja transakcija (Dalić, 2002).

„Različite kombinacije informacijskih i transakcijskih troškova rezultiraju u različitim osobinama i organizaciji financijskih tržišta i institucija. Tradicionalno se veza između financijskog sustava i gospodarske aktivnosti pokušavala objasniti razlikama u načinu na koji bankocentrični sustavi (sustavi u kojima dominiraju banke) i tržišnocentrični sustavi (sustavi u kojima dominira tržište kapitala) ispunjavanju prethodno navedene funkcije“ (Dalić, 2002).

U postkomunističkim zemljama pa tako i Hrvatskoj, napuštanje državnih ili tržišnoplanskih gospodarskih modela, nametnulo je složenu zadaću ali i priliku izgradnje potpuno novih financijskih sustava, prilagođenih tržišnim ekonomijama koja se tek izgrađuju (Leko, 2001:291). Također, pokazalo se da se u financijskoj teoriji i u praksi razvijenih zemalja ne postoje gotovi modeli koje je „kopiranjem“ moguće odmah primijeniti u tranzicijskim, a posebice ne u malim zemljama. Iskustva razvijenih zemalja čine dobre uzore koje treba prihvaćati selektivno (Leko, 2001:291).

„Struktura financijskih sustava određena je i povijesnim uzorcima i odrednicama ukupne nacionalne gospodarske i socijalne strukture. „Najbolja bankovna (financijska) praksa“ razvijenih sustava najčešće može dobro poslužiti, ali u dosadašnjem razdoblju znala je biti i neprimjenjiva zbog nedovršenih institucionalnih pretpostavki, strukture i stanja privrede, nedostatka specijaliziranog kadra, niske razine financijske tehnokulture i sl. Uz sve to, treba imati na umu i veličinu hrvatskog financijskog tržišta u svjetskim relacijama (Leko, 2001:292).

Jedini mogući način za procjenu stupnja „produbljenosti“ ili efikasnosti nekog financijskog sustava jest usporedba sa razvijenim sustavima i prevladavajućim rješenjima u suvremenim financijama koje predstavljaju svojevrsni standard. Također, moguća je i usporedba s drugim tranzicijskim gospodarstvima koja može ukazati na zajedničke probleme i na relativni uspjeh/neuspjeh. Isto tako, ukoliko se uspoređuje stanje koje je bilo početkom 90-tih godina ukazuje na pozitivne pomake, no oboje usporedbe imaju ograničene vrijednosti.

Razvijenost i efikasnost financijskog sustava u velikoj mjeri određuje tipologija financijskih institucija. Složenija struktura financijskih institucija proširuje mogućnosti financijskih investicija, omogućava zadovoljavanje kreditnih ali i nekreditnih oblika financiranja, pridonosi razvitku konkurencije što financijski sustav čini efikasnijim, a financijsko posredovanje jeftinijim (Leko, 2001:296). Nerazvijeni sustavi imaju „plitko“ tržište s malo financijskih posrednika, među kojima su najvažnije depozitnokreditne institucije na čelu sa bankama, pa ih je, kao što je to slučaj u nas, potrebno produbljivati i proširivati povećanjem broja i vrsta nebankovnih financijskih institucija i njihovih poslova (Leko, 2001:296).

**Tablica 1.** Struktura hrvatskih financijskih institucija

I	BANKE
II	NEBANKOVNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE
	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Štedionice (do kraja 2001.)</li><li>2. Štedno-kreditne zadruge</li><li>3. Stambene štedionice</li><li>4. Ugovorne štedne organizacije<ol style="list-style-type: none"><li>4.1. Osiguravajuća društva</li><li>4.2. Državni mirovinski fondovi</li></ol></li><li>5. Investicijski fondovi</li><li>6. Privatizacijski investicijski fondovi</li><li>7. Društva za upravljanje vrijednosnim papirima (brokerske kuće)</li><li>8. Državne financijske institucije<ol style="list-style-type: none"><li>8.1. Hrvatska banka za obnovu i razvoj</li><li>8.2. Hrvatska garancijska agencija</li><li>8.3. Agencija za osiguranje depozita i sanaciju banaka</li></ol></li><li>9. Ostalo<ol style="list-style-type: none"><li>9.1. Tržište novca Zagreb</li><li>9.2. Zagrebačko tržište kapitala – Burza</li><li>9.3. Varaždinsko tržište vrijednosnica</li><li>9.4. Zavod za platni promet (ZAP)</li><li>9.5. Središnja depozitarna agencija</li></ol></li></ol>

Izvor: Samostalna izrada prema Leko (2001).

## **2.1. Financijska globalizacija**

Vrlo je teško i složeno definirati ili dati jedinstvenu definiciju globalizacije iz razloga što je ona vrlo apstraktan pojam te se odnosi na višeznačnu interpretaciju jednog društvenog procesa. Neki smatraju da se globalizacija odnosi na povećanje važnosti zajedničkog svjetskog tržišta, za druge kao način za opisivanje kulturne i ideološke stvarnosti odnosno pobjedu teorije slobodnog tržišta, dok za treće pak predstavlja amerikanizaciju u negativnom smislu i nametanje svog načina života, četvrti na nju gledaju kao opasnog neprijatelja koji samo štiti interese velikih korporacija i drugo. (Čečuk, 2002:11). No, za veliku većinu autora, globalizacija jest složeni proces koji uključuje političke, ekonomske i sociokulturne promjene (Čečuk, 2002:11).

Giddens (1998) kako je navedeno u knjizi Plevnik (2003) određuje globalizaciju kao složen skup procesa koji potiče jačanje društvenih odnosa diljem svijeta i povezuje udaljena mjesta tako da lokalna događanja oblikuju događaji udaljeni tisuće kilometara od tih mjesta i obrnuto.

„Nekakvu pojednostavljenu definiciju bi mogli iskazati ovako: globalizacija je složeni proces, potpomognut razvojem tehnologije, koji smanjuje važnost stvarne, zemljopisne udaljenosti kao faktor u uspostavljanju i održavanju ekonomskih, političkih i sociokulturnih odnosa te tako izražava rastuću međuzavisnost u svjetskim, gore navedenim odnosima. U apsolutno globaliziranom svijetu, dakle, ljudi, roba i kapital mogu se kretati slobodno, brzo i efikasno bez ikakvih ograničenja“ (Čečuk, 2002:12).

Lončar (2005) kaže „Za globalizaciju se može reći da je jedna od posljedica razvoja znanosti, suvremene tehnologije, tržišne ekonomije, demokracije. Globalizacija je omogućila i slobodno kretanje kapitala, roba, informacija i ljudi kroz širenje i ukidanje granica“.

Promatrajući povijest globalizacije, možemo je podijeliti na dva razdoblja. Prvo se razdoblje odnosi na period od 19.st. (uz korijene još iz 15., 16., i 17. st.) do prvog svjetskog rata, dok drugo razdoblje podrazumijeva period od kraja drugog svjetskog rata pa sve do danas. Između dva svjetska rata proces globalizacije nije bio tako izražen.

„Također, postoje još dvije važne razlike između prvog perioda, koji možemo nazvati i globalni kapitalizam, i drugog, koji je globalizacija kakvu danas pojmimo. Prvo,

stupanj mobilnosti kapitala, zahvaljujući novim tehnologijama, u drugom periodu je bez presedana u svjetskoj povijesti, i drugo, poslije 1945. dolazi do razvoja globalnih ekonomskih i finansijskih institucija u svrhu stabilizacije i razvitka svjetske ekonomije u cjelini koje postavljaju globalna pravila za međunarodnu trgovinu robama i uslugama, uređuju globalna finansijska kretanja, omogućavaju međudržavne diplomatske i političke forume u svezi sa globalnim pitanjima (nuklearno oružje, klima i ekologija, siromaštvo, kultura i sl.)“ (Čečuk, 2002:15).

Kao dva najveća vala globalizacije, možemo izdvojiti industrijsku globalizaciju koja je trajala od 19. stoljeća pa do početka prvog svjetskog rata 1914. godine te informacijsku globalizaciju koja je započela 1945 .godine te traje sve do danas. Proces globalizacije moguće je promatrati sa više različitih aspekata, od kojih su tri najvažnija: politička, tehnološka i ekonomska globalizacija. Pojam ekonomske globalizacije vrlo se često poistovjećuje sa općenitim pojmom globalizacije. To se događa iz razloga što se kroz povijest mijenjao centar svjetske ekonomske moći. Prvo sa Srednjeg Istoka u Europu, zatim iz Europe u SAD, a danas te vrlo moguće i u budućnosti na Zemlje istočne Azije, preciznije zemlje Tigra. Sa svakim prijelazom centra moći uzrokovane su mnoge snažne međuovisnosti u svjetskoj ekonomiji i na taj način pojačan proces globalizacije u ekonomiji (Čečuk, 2002:20).

Proces ekonomske globalizacije moguće je podijeliti na realnu globalizaciju ili drugim riječima globalizaciju u trgovini, proizvodnji i potrošnji realnih roba i usluga te finansijsku globalizaciju koja danas zbog važnosti finansijske ekonomije svojim obujmom višestruko nadmašuje realnu.

Prema Solimano (1999) prednost globalizacije leži u širem i jeftinijem pristupu potrošnih dobara, sirovina, novim tehnologijama, kapitalu i znanju. Iako se globalizacija uglavnom spominje kao pozitivan proces, ona kao i svaki drugi proces ima i svoje negativne strane. Jedna od njih jest povećan broj finansijskih kriza i snažnih turbulencija na tržištima. Također, realna globalizacija ima negativan učinak na distribuciju dohotka, sigurnost posla i na poslu te životni standard uopće za nižu, slabije obrazovanu radničku klasu-nadničare (Rajan, 1998).

Financijska globalizacija jest pojam koji se u novije doba najviše koristi u svijetu financija. Ako promatramo u kojem su odnosu financijska i realna globalizacija, možemo reći kako je međunarodna mobilnost financijske aktive veća nego mobilnost realnih dobara, a i sam značaj financijske ekonomije jest višestruko nadmašio realnu, što bi značilo da financijska globalizacija u većini zemalja puno snažnija od realne globalizacije. To znači da je naglasak na globalizaciji u financijskom sektoru, tu započinje, razvija se te utječe na realnu ekonomiju. Kod manjeg broja zemalja, gdje se realna i financijska globalizacija odvijaju simultano, odnosno istom dinamikom, kažemo da je realna globalizacija izraženija. Takav koncept globalizacije u pravilu imaju slabo razvijene, siromašne države, bez jakog financijskog sustava, gdje multinacionalne i transnacionalne kompanije iz prvog svijeta vode glavnu riječ (Čečuk, 2002:26).

„Glavni pokretači financijske globalizacije smatra se razvoj multinacionalnih kompanija, velika neupotrebljena akumulacija stanovništva nastala porastom dohotka i standarda, promjena ponašanja malog čovjeka i njegovo povećanje sklonosti investicijama, ekspanzija burzovnih transakcija, općenito ekspanzija financijskih tržišta i instrumenata i slično“ (Lovrinović, 1997).

Prema Čečuk (2002) procesi koji se svrstavaju pod pojam financijske globalizacije i utječu na međunarodne tokove kapitala i internacionalizaciju financijskih usluga jesu: internacionalizacija (povećanje broja međudržavnih financijskih i ekonomskih odnosa), sekuritizacija (tržište vrijednosnica poprima globalni oblik), disintermedijacija (uloga financijskih posrednika se mijenja i smanjuju se razlike između pojedinih financijskih institucija), konglomeracija (razvoj univerzalnih, globalnih i integriranih financijskih institucija koje „rade sve i svugdje“) te integracija financijskih tržišta i financija uopće. Zatim je to proces financijske liberalizacije o kojemu će više riječi biti dalje u radu budući da je usko povezan sa financijalizacijom. Nadalje, kako globalne financije postaju sve integriranije, raste i globalni sistemski rizik pa time i potreba za snažnijom supervizijom na globalnoj razini. Država gubi autoritet te dolazi do procesa deregulacije. Posljednji proces koji svrstavamo pod pojam financijske globalizacije jest proces stalnih financijskih inovacija pod utjecajem tehnološke, a posebice informatičke i informacijske revolucije (Čečuk, 2002:29).

## **2.2. Financijska liberalizacija**

Kako bi se jednostavnije moglo shvatiti što je financijalizacija i kakve njezine implikacije na cjelokupno gospodarstvo, prvo je potrebno objasniti proces financijske liberalizacije. To je zapravo proces koji prethodi samom procesu financijalizacije.

Razvoj financijskog sustava uvelike doprinosi ekonomskim kretanjima. Moderni financijski sustavi snažno potiču ekonomski razvoj jačanjem inicijative za štednju. „Dobro organiziran financijski sustav usmjerava potencijal i kapital od onih koji imaju ka onima koji ih produktivno koriste“ (Čečuk, 2002:134). Financijski razvijene države zapadne hemisfere poduzimaju značajne korake ka reformama i liberalizaciji njihovih financijskih sustava. To su reforme koje traju već duže vrijeme te su uglavnom uspješne u poboljšanju ekonomskih kretanja isto kao i u poboljšanju financijskih intermedijara (Čečuk, 2002:134).

„Financijskom liberalizacijom omogućava se jeftiniji kapital ukidanjem kontrole kamatnih stopa i njegov nesmetani protok, olakšavaju i pojeftinjuju investicije, povećava se efikasnost kapitala i potiču se direktne strane investicije“. (Čečuk, 2002:29).

„Financijska liberalizacija jest slabljenje državnih regula i kontrole u svim sferama financija te se ponajprije odnosi na financijske institucije sa snažnim naglaskom na bankarski sektor“ (Čečuk, 2002:135). Iduća sfera financija koja se liberalizira jesu direktne strane investicije i strane portfolio investicije. Direktne strane investicije u postrojenja, opremu, infrastrukturu i ostale aspekte domaćih ekonomija najkorisniji je oblik priljeva stranog kapitala u zemlje u razvoju i tranzicijskim zemljama, jer osim kapitala donose i nove tehnologije, organizacijske vještine te pristup marketinškim i distribucijskim mrežama. Čečuk (2002) kaže da „I jedno i drugo usko je povezano sa liberalizacijom tokova kapitala (cross-border capital flows) jer su posljednjih godina mnoge zemlje ukinule ili oslabile kontrolu međunarodnog kretanja kapitala, te sa liberalizacijom financijskih usluga i ublažavanju moguće posljedice krize, prebacivanjem dijela rizika na međunarodna tržišta i međunarodne financijske institucije“.



Proces financijske liberalizacije odvija se zajedno sa ostalim procesima globalizacije koje smo ranije naveli, a posebice deregulacijom, integracijom i internacionalizacijom. Vrlo se često događa da se pojam deregulacije koristi kao sinonim za liberalizaciju, deregulacija ne mora nužno za posljedicu imati liberalizaciju iako je u većini slučajeva to upravo tako. Proces deregulacije prethodi liberalizaciji i vezan je više za registraturu, dok se liberalizacija više odnosi na financijske institucije, tržišta i mehanizme (Čečuk, 2002:135).

Fratzscher i Bussiere (2004) pokazuju kako države nakon prvih pet godina liberalizacije imaju početni uzlet i rastu brže. No, poslije tih prvih pet godina rastu sve sporije u sljedećim godinama. Analizirali su 45 država te došli do zaključka kako je u promatranim zemljama otvaranje kapitalnog računa dovelo do viših stopa rasta tijekom prvih pet godina liberalizacije. Nakon toga, stope rasta vratile su se na prijašnje ili čak pale ispod onih u periodu prije liberalizacije (Grgić, Bilas, Šimović, 2006).

Neke od najvažnijih elemenata financijske liberalizacije u bankarskom (kreditno-depozitnom) sektoru jesu uklanjanje kvantitativnih kreditnih kvota, oslobađanje kamatnih stopa, privatizacija financijskih institucija, nadogradnja postojećeg pravno-regulativnog sustava i ostale. Također, potrebna je i racionalizacija i liberalizacija konkurentne strukture u bankarskom biznisu. Vjerojatno najveći nedostatak i problem koji se pojavljuje jest taj da ubrzana financijska liberalizacija može dovesti do ekspanzije kredita i zajmova, pa time i do inflacije i velike nestabilnosti sustava, sa naglaskom na prekomjerno ulaženje institucija u rizične plasmane. Veza između jakog porasta iznosa danih zajmova i financijskih potresa viđena je u velikim krizama u Argentini (1981.), Čileu (1981.-82.), Kolumbiji (1982.-83.), Urugvaju (1982.) i Meksiku (1994.-95.) (Čečuk, 2002).

Unutar financijskog sektora, liberalizacija najviše pogađa bankarski sektor. Komercijalne banke mogu biti pogođene direktno i indirektno. Kada su banke neposredna meta i cilj procesa liberalizacije kažemo da su direktno pogođene. Indirektno se misli na to da liberalizacija modificira i mijenja parametre odlučivanja koje koriste kako banke i ostale financijske institucije kod donošenja financijskih odluka (Čečuk, 2002:136).

„Mnoge razvijene zemlje, ali i zemlje u razvoju otvorile su svoje financijske sustave stranoj konkurenciji te na taj način dopustile slobodno kretanje kapitala preko granica“ (Grgić, Bilas, Šimović, 2006). Proces financijske liberalizacije bio je naročito brz unutar EU gdje su kapitalne kontrole napuštene već u 1990-tim godinama“ (Grgić, Bilas, Šimović, 2006).

„U kontekstu E(M)U, pri ulasku u ERM2 (Tečajni mehanizam 2 ili Exchange Rate Mechanism jest sustav deviznih tečajeva u kojemu zemlje članice EU moraju sudjelovati bar dvije godine kako bi stekle uvjete za članstvo u EMU.), inzistira se na potpunom napuštanju kapitalnih kontrola. Sve tranzicijske zemlje su donekle liberalizirale svoje kapitalne račune, ali nisu potpuno ukinule kapitalne kontrole. U tranzicijskim zemljama kapitalne kontrole najčešće se koriste zbog volatilnosti kapitalnih tokova koja može uzrokovati krize, bilo da se radi o velikim priljevima i realnoj aprecijaciji i deficitu tekućeg računa ili odljevu i visokim kamatnim stopama. Zemljama članicama ERM2 stvara probleme održavati granice fluktuacija i stoga im ne odgovara potpuno uklanjanje kapitalnih kontrola jer kretanje kapitala može dodatno otežati očuvanje granica fluktuacija unutar ERM2“ (Grgić, Bilas, Šimović, 2006).

„Neka novija istraživanja o efektima liberalizacije tvrde kako glavne koristi od liberalizacije ne dolaze od pristupa vanjskom kapitalu, već prvenstveno zbog činjenice da proces otvaranja vodi smanjivanju domaćih distorzija“ (Grgić, Bilas, Šimović, 2006).

Prema Grgić, Bilas, Šimović (2006) danas sve najrazvijenije države imaju otvorene kapitalne račune i liberalizirane domaće financijske sektore. Tranzicijske države i rastuća tržišta nedavno su se otvorile, u kasnim 1980-tim i srednjim 1990-tim godinama. Autorice smatraju da su neke države imale koristi od financijske liberalizacije, druge nisu postigle viši ekonomski rast ili su pak pale u krizu i recesiju nakon liberalizacije. Slobodno kretanje kapitala svakako može donijeti i negativne posljedice nekom gospodarstvu. Primjerice, slobodno kretanje kapitala može voditi prema volatilnijem deviznom tečaju, drugim riječima može dovesti do otežanog održavanja fiksnog deviznog tečaja ukoliko se primjenjuje (Grgić, Bilas, Šimović, 2006).

## **2.3. Financijalizacija**

### 2.3.1. Pojam i definicije financijalizacije

Nakon nekoliko riječi o financijskom sustavu, kako on funkcionira te koja je njegova važnost, objašnjeni su pojmovi financijske globalizacije i liberalizacije te njihovih implikacije na cjelokupno gospodarstvu u svijetu. Bilo je potrebno dati kratki uvid u te navedene pojmove kako bi se jednostavnije razumjelo što predstavlja pojam financijalizacije.

Prema većini autora tri procesa neoliberalizam, globalizacija i financijalizacija predstavljaju povezane, ali ponešto različite fenomene. Globalizacija i financijalizacija podsjećaju na povijesne procese, tipične za kapitalizam u cjelini, dok se neoliberalizam odnosi na fazu razvoja kapitalizma (Kotarski, 2014).

„U zadnja dva desetljeća sve veća razina financijskog produbljivanja u zapadnim zemljama naziva se financijalizacija. Financijalizacija je pojam koji se često koristi u raspravama oko prirode i evolucije modernih inačica kapitalizma koje su se razvile u nekoliko proteklih desetljeća, a u kojima se naglo povećava korištenje financijske poluge i financijske institucije preuzimaju primat u odnosu na sektor realne ili proizvodne ekonomije. U slučaju zapadnih razvijenih zemalja govorimo o pojmu koji opisuje proces koji nastoji svesti sve vrijednosti kojima se vrši razmjena (opipljive i ne-opipljive vrijednosti, sadašnja i buduća obećanja) na financijski proizvod ili derivat financijskog proizvoda“ (Kotarski, 2014).

Epstein (2002) definira financijalizaciju kao rastuću dominaciju financijskih tržišta, financijskih motiva, financijskih institucija i financijskih elita u modalitetima upravljanja ekonomijom i njezinih najvažnijih institucija, kako na nacionalnoj tako i međunarodnoj razini (Kotarski, 2014).

„Neki od autora koji su pokušali definirati financijalizaciju, pozivaju se na Rudolfa Hilferdinga (marksistički teoretičar, autor knjige "Financijski kapital", 1910.), te smatraju da se financijalizacija odnosi na sve veću političku i ekonomsku moć određene klasne skupine, klase najamnika ili zakupaca“ (Horvat, 2013).

Krippner (2005) definira financijalizaciju kao „obrazac akumulacije u kojem se stvaranje profita događa povećano kroz financijske kanale, prije nego kroz trgovinu i robnu proizvodnju“.

Također, financijalizacija u kontekstu visoko razvijenih zapadnih financijskih tržišta podrazumijeva slabljenje stope akumulacije kapitala u realnom sektoru ekonomije i njezin pokušaj kompenzacije kroz postizanje jednako visokih ili viših profitnih stopa investicijama u financijske proizvode (Kotarski, 2014).

„Koncept financijalizacije označava uspon financijskih tržišta i institucija, ali i sve veću uključenost nefinancijskih poduzeća i kućanstava u financijske poslove“ (Krnić, Radošević, 2013).

Financijalizacija se općenito može definirati kao rast u kvalitativnom i kvantitativnom značenju financijskog sektora. Oslanjajući se na Arrighi (1994) Krippner (2005) proces financijalizacije objašnjava kao „obrazac akumulacije u kojemu se profit ostvaruje puno više kroz financijske kanale nego što je to slučaj putem trgovine i robne proizvodnje. Lapavistas (2009) prati financijalizaciju povećanjem pružanja brojnih usluga koji je prije osiguravala država, isto kao i smanjenje realnih dohodaka. Proces financijalizacije u zemljama u razvoju posljedica je globalnog procesa financijalizacije, posebice zbog povećane integracije u svjetskim tržištima kapitala te konstantne potrebe za zalihama deviznih rezervi. Istovremeno, ulazak stranih banaka na domaće tržište s inovativnim praksama kreditiranja fokusirajući se na privatne pojedince, potaknuo je potrošnju (Lapavistas, 2009).

Financijalizacija povećava mogućnost velike ekonomske krize. Harvey (2005.) primjećuje u SAD-u tendenciju smanjenja udjela realnih plaća u BDP-u s jedne strane i veći profit s druge strane. Kao posljedica pada osobne potrošnje i agregatne potražnje financijskog sektora bili su jeftini krediti koji su kompenzirali opadajuću potražnju ali isto tako i izazvali rast duga stanovništva. Raspuknuće mjehurića na financijskim tržištima doveo je do razduživanja i recesije. Kriza se može pojaviti zbog više razloga, primjerice, kao posljedica raspada tržišta nekretnina kao što je to bio slučaj u SAD-u i Španjolskoj ili pak kao posljedica bankarske krize kao što dogodilo na Islandu i Ciparu. Posljedično se bankarska kriza može pojaviti u obliku kreditne

krize u realnom sektoru s velikom nezaposlenošću kao krajnji ishod. Financijalizacija se očituje u visokim rizicima i nesigurnosti te dovodi do nestabilnosti u tržišnom sustavu te eventualno do velike strukturalne krize poput Velike Depresije ili ove posljednje (Kovač, 2009). Minsky (1986) promatra proces krize kao inherentnu nestabilnost financijskog sustava. Stoga se financijalizacija može promatrati kao strukturalni uzrok krize (Cvijanović i Kešeljević, 2015: 72).

### 2.3.2. Povijest i razvoj financijalizacije

Kao i svaki proces koji se događao u povijesti ili se događa ima neki svoj razvojni put, pa tako i financijalizacija. Iako je taj proces na našim područjima tek u početku zbog raznih povijesnih, političkih i gospodarskih razloga, on se zapravo već najmanje dva desetljeća odvija u zapadnim razvijenim zemljama, a u SAD-u i duže.

Već početkom 1920-tih godina u SAD-u, u vrijeme Velike depresije pojavljuje se važnost marketinga koju danas nazivamo marketing financijskih usluga. Drugim riječima, pojavila se glavna poveznica između financijalizacije i marketinga koja se očitavala u inovacijama kreditne revolucije koristeći oglašavanje i „edukaciju“ javne kampanje da potaknu posuđivanje i korištenje kredita poput „kupi sada, plati poslije“ i slično.

Nakon 1918. godine centar financijalizacije preselio se iz Londona u New York City. U to vrijeme Sjeverna Amerika zamijenila je zapadnu Europu, točnije Englesku, kao vodećeg svjetskog posuđivača ili kreditora. Između 1924.-1930. SAD je bila odgovorna za oko 60% od cjelokupnog svjetskog kreditiranja (Craft i Fearon, 2010). Jedna trećina odlazila je na Njemačku, dok su Austrija, Mađarska, Grčka, Italija i Poljska zajedno sa još nekoliko zemalja Latinske Amerike također razmišljale o korištenju američkih pozajmnica. Investiranjem u Europu, SAD je bila u mogućnosti da šalje ogromne količine američkih dolara koje su omogućile drugim zemljama ne samo da uvoze više dobara već i da podmiruju svoje dugove (Craft i Fearon, 2010).

Nadalje, govori se o razdoblju za vrijeme Drugog svjetskog rata. Nakon što je 1920-tih godina svjetska ekonomija postala povezana ili integrirana Velika depresija iz Amerike globalno se proširila i na Europu, gdje je u Njemačkoj posebno došla do

izražaja. Kako se bližio Drugi svjetski rat i financijalizacija je bila privremeno obustavljena i preraspodijeljena. Zbog velikog duga i posljedica od Prvog svjetskog rata u Njemačkoj su se stvorili uvjeti za uspon i razvoj nacizma. Nacizam kao režim stvorio je strog i uzak sistem gdje su sindikati bile zabranjene, mlade muške osobe regrutirane u vojsku, teška industrija i izvoz promoviran, a uvoz ograničen. Bankarski je sustav doživio veliku i tešku krizu prije nego što je Hitler došao na vlast 1933. godine te se uspostavila kontrola za suzbijanje fluktuacije tečaja. Povećani su depoziti, štednja potrošača te ograničen uvoz. Sve ove navedene mjere dovele su do toga da novac odlazi u blagajnu Trećeg Reicha (Dholakia, 2012).

Treći je Reich koristio je dvije petine od povećanja depozita, odnosno, bio je namijenjen za kupnju kojima se financiraju krediti Trećeg Reicha za naoružanje i tešku industriju. Ovaj se način financiranja nazivao „bešumno financiranje“. (Balderston, 1991).

Sve prethodno navedeno govori na koji je način funkcionirao sustav tijekom nacizma:

- visoke stope potrošačke štednje,
- kanaliziranje tih ušteđevina Trećem Reichu za nabavu naoružanja,
- takvo kanaliziranje olakšano je smanjenjem potrošnje isto kao i smanjenjem hipotekarnim kredita za potrošače (potrošački krediti) i
- izbjegavanje financijskih tržišta od strane Trećeg Reicha na način da izravno koriste bankovne uštede potrošača za financiranje rata (drugim riječima, izbjegavanje variranje obveznica koje će navesti rejting agencije na ispitivanje) (Dholakia, 2012).

U SAD-u kao odgovor na Depresiju može se opisati poput miksa populističkih mjera, reforme banaka, pokušaj poticaja, jačanje Sindikata radnika te masivna izgradnja vojno-industrijskih kompleksa. Ukupni je rezultat bio veliki gospodarski rast mada je nakratko bio neuspješan u razdoblju između 1937. i 1938. godine zbog velike recesije. Stope rasta bruto domaćeg proizvoda bile su visoke sredinom 1930-tih godina (10,9% u 1934., 8,9% u 1935., 13,1% u 1936.), dok su ranim 1940-tim godinama bile izuzetno visoke: 17,1% u 1941., 18,5% u 1942., te 16,4% u 1943 (Weiner, 2002.). Do trenutka kada je SAD ušao u Drugi svjetski rat 1941. godine njezino je gospodarstvo raslo kao isto kao i dohodak. Psihologija rata zahtijevala je zajednički osjećaj nacionalne žrtve, barem simboličko smanjenje potrošnje. Bila je

prisutna nestašica i oskudnost, no Amerikanci su i dalje mogli uživati u većini životnih zadovoljstva na koje su dosada navikli. Američki brendovi poput Coca-Cole kao veličanstveni uzor povećao je svoj udio na tržištu (Weiner, 2002.)

Kraj je rata oblikovao američku politiku kako na teritoriju SAD-a tako i u inozemstvu. Neko vrijeme, programi obnove poput Marshallovog plana stvorili su mogućnost za širenje poslovanja američkih poduzeća-privatnih tvrtki i financijski kapitalizam (Maier, 1991). Amerika je nekoliko godina bila u dvostranačkom sustavu (u smislu unutarnje politike) autonomije da bi se postiglo preoblikovanje financijskog svijeta te postavljanje temelja za Zlatno doba koje im je uslijedilo (Dholakia, 2012).

Sustav financijskog kapitala u SAD-u započeo je 1944. godine kada su se delegati iz 44 saveznih zemalja sastali u Bretton Woods-u, New Hampshire, te stvorili institucionalni okvir za financijski sustav nakon Drugog svjetskog rata koji se naziva sustav iz Bretton Woodsa (*Bretton Woods System*). Sporazum iz Bretton Woodsa bio je orijentir za upravljanje monetarnom i tečajnom politikom osnovan na monetarnoj i financijskoj konferenciji Ujedinjenih naroda 1944. godine (Vizjak, 2006). „Glavni rezultati konferencije u Bretton Woodsu jesu formiranje Međunarodnog monetarnog fonda (IMF) i Međunarodne banke za obnovu i razvoj (IBRD). Te su organizacije počele djelovati 1945. godine nakon što je sporazum ratificirao odgovarajući broj zemalja. Glavno svojstvo sustava bilo je u obvezama članica koje su morale uvesti i održavati takvu monetarnu politiku održavanja tečaja svojih valuta u okviru utvrđenih vrijednosti, uz najveće odstupanje od 1% u odnosu na zlato i mogućnosti MMF-a da svojim intervencijama otklanja privremene neravnoteže platne bilance“ (Vizjak, 2006).

Modernizacija života zahtjeva i suvremena sredstva u financijskom potrošačkom svijetu te je ubrzo stvorena i kreditna kartica (Klein, 1999). Kreditna kartica generalizira sustav potrošačkih kredita te je u to vrijeme bila zastupljenija u SAD-u nego što je slučaj bio u Europi (Longemann, 2008). Umjesto dobivanja kredita za određene predmete od potrošača ili proizvođača, ove se kartice mogu koristiti i za nematerijalne imovine i usluge- stavke koje inače ne bi mogle poslužiti kao instrument osiguranja ili sl. Može se reći da su kreditne kartice dio procesa financijalizacije i kao takve ugrađene u život potrošača. Dok se sustav financijskog kapitala nezaustavljivo globalizirao, u zadnjoj se trećini stoljeća još uvijek osjećao

nacionalni duh vezan uz industrijski kapital i robne marke (brendove). Dominacija financija u SAD-u bio je svojevrsan alarm. Od 1945.-1960. godine SAD je činio oko tri četvrtine od svjetskih izravnih ulaganja. Iz Europe, Servan-Schreiber (1967) ustrajao je na hegemoniji američkog poslovanja i robnih marki uz potporu velikog toka američkih vanjskih izravnih ulaganja. Iz tog se razloga Zlatno doba često naziva i doba nacionalne pobune. Takav sustav financijskog nacionalizma ubrzo je nestao. Ondje gdje nije, stvorio je velike probleme. Primjerice, u Japanu, vlada je nadzirala čvrsto povezani japanski financijski kapitalizam uz (sa) japanskom industrijom i „brendovima“ te se u konačnici pokazalo neuspješnim. U Americi, neovisno o nacionalizmu te unatoč trzajevima krize, Wall Street – centri financija preselili su pripravnost za ulaganje ili pozajmljivanje (brendiranim) poduzećima i potrošačima u svim dijelovima svijeta te izbjegavajući japansku sudbinu stagnacije, barem do kraja 20. stoljeća (Dholakia, 2012).

Sen (1982) kaže da je konačna povijesna prekretnica pristigla je iz Japana pod nazivom „Nixon Shokku“ ili „Nixon Shock“ kada je 1970. godine američki predsjednik Richard Nixon napustio Bretton Woods sustav, odnosno objavio je „privremenu“ suspenziju konvertibilnosti dolara u zlato. Pokušali su se oživjeti fiksni tečajevi, međutim taj pothvat nije bio uspješan te od ožujka 1973. godine glavne svjetske valute počele su fluktuirati. Od raspada Bretton Woods-a, članice MMF-a bile su slobodne odabrati bilo koji oblik tečajne politike žele (osim vezanja vlastite valute za zlato):

- mogućnost slobodnog plutanja valute,
- vezanje valuta za drugu valutu ili košaricu valuta,
- usvajanje valute druge zemlje,
- sudjelovanje u eurozoni i sl. (Dholakia, 2012).

Financijalizacija je omogućila američkim potrošačima da mogu kupiti japansku robu izrađenu u Kini koja bi se prodavala u američkim supermarketima (mega-stores) i platiti sa euro-američkim kreditnim karticama. S padom Bretton Woods-a nestale su i nacionalne granice, što je otvorilo vrata za nove financijske inovacije.

Prema Tettu (2010): ...“pad Bretton Woods sustava kao sustava kreditnih i deviznih kontroli, koja je držala relativnu stabilnost na svjetskim tržištima, vrijednost stranih



valuta koje su bile vezane uz američki dolar postale su slobodno plutajuće. To je dovelo do nepredvidivih promjena u tečaju, šokova u cijeni nafte te samim time izazvala opasan spoj recesije i inflacije u SAD-u... šokirani investitori žurili su pronaći način da se zaštite od utjecaja visokih kamatnih stopa... i nemilosrdnih plutanja tečaja... inovativan način koji se pojavio bio je kupiti derivate nudeći klijentima pravo na kupnju valuta na određenim tečajevima u budućnosti... čime se investitori i bankari „kockaju“ na razini stopa u budućnosti“.

U posljednjih dva desetljeća prati se intenzivniji rast financijskog značaja financijskih sustava koji se ogleda u porastu kredita, međunarodnih kreditnih kretanja, sniženja kamatnih stopa i itd.

Sve veća ponuda „financijski projektiranih“ instrumenata (Patterson, 2010) od kojih se mnogi od njih oslanjaju na potrošačima koji snose sve veće dugove. Oštra odstupanja između stalne, visoke kamatne stope na kreditne kartice i pada ukupnih kamatnih stopa (Massey, 2009) učinili su potrošače „zlatnim novčanim kravama“ za mnoge financijske institucije. Potrošnja potrošača već se pokazala kao veliki izvor zarade dvadesetih godina i nakon Drugog svjetskog rata. Do kraja 20.-og stoljeća potražnja potrošačkih kredita postala je jedan od najvažnijih prihoda financijskih institucija. Naginjanje koncentracije moći u globalnom financijskom centru utječe na sve aspekte gospodarstva, društva i kulture, uključujući marketinške prakse, marke i potrošače.

### 2.3.3. Vrste financijalizacije

Financijalizacija koja predstavlja sve veću razinu financijskog produbljivanja u zadnja dva desetljeća u razvijenim zemljama može se podijeliti na dva modela. U tom kontekstu mogli bi povezati fenomen financijalizacije sa porastom dohodovne nejednakosti i pogoršanjem funkcionalne raspodjele dohotka na štetu komponente nadnica u razvijenim zemljama i nekim zemljama u razvoju. U slučaju razvijenih zemalja stagnacija ili smanjenje realnih nadnica uz rastuću nejednakost generira rapidnu kreditnu ekspanziju koja podiže ukupnu zaduženost. U većini zemalja engleskog govornog područja kao i državama mediterana uspostavljen je model rasta temeljen na zaduživanju (Kotarski, 2014). Druga grupacija zemljama poput

Njemačke, Japana i prvenstveno Kine, prihvatila je model rasta temeljen na izvozu. „Ova dva različita modela postala su kompatibilna u kratkom roku zbog financijske liberalizacije međunarodnih kapitalnih tokova koji su omogućili gomilanje međunarodnih neravnoteža. Prevelika razina financijskog produblivanja podrazumijeva porast duga u razvijenim državama umjesto porasta nadnica kao izvora potrošnje. Naposljetku, rastuća nejednakost dovela je do veće sklonosti prema angažmanu u špekulativnim financijskim aktivnostima vidljivim u potražnji za novim i egzotičnim financijskim instrumentima/proizvodima (opcije i razni derivati). Potrebno je istaknuti da povećanje dohotka, a posljedično i bogatstva najbogatijih kućanstava igra ulogu u povećanju potražnje za investicijskim proizvodima.“ (Kotarski, 2014). Moguće je zaključiti kako je rastuća nejednakost odradila bitnu ulogu u nastajanju faktora čije je sjedinjenje dovelo do izbijanja globalne financijske krize 2007. godine.

#### 2.3.3.1. Geografska financijalizacija na primjeru Južne Koreje

Čak i prije financijske krize koja je započela u SAD-u 2007. godine geografi su usmjerili pozornost na transformacijske učinke financijskih aktivnosti u gospodarskim područjima. Razvoj kreditnih tržišta, procesi mirovinske reforme, kultura financijske industrije, samo su neke od tema koje su zakupile misli mnogih geografa. Oni na svoj način smatraju da su financije promijenile ustaljene prostorne odnose unutar različitih gospodarstava (Doucette, 2011).

Od početka globalne financijske krize 2008. godine geografska literatura na temu financijalizacije samo je rasla, konvergira s vremenom na vrijeme s većom putanjom istraživanja iz političke ekonomije, ekonomske sociologije i kritičnih knjigovodstvenih studija. Sveukupno, ovaj veći napor izazvao je previše komentara na financije i gospodarsku krizu pružajući analizu financijalizacije koja pokušava riješiti prostorne varijabilnosti i relacijsku složenost financijskih procesa i njihove nejednake rezultate (Doucette, 2011).

Christophers (2011) tvrdi kako povećanje financijske dobiti i financijskih aktivnosti nije samo posljedica strukturnih promjena u okviru nacionalnih ekonomija već i posljedica neravnomjernog razvoja kapitalizma na međunarodnoj razini. Dok Stockhammer (2008) ističe da je financijalizacija proces koji označava geografsko širenje

financijske aktivnosti i financijskog posredovanja, no i dalje ostaju agnostici o tome hoće li ili ne ostvarenje veće financijske dobiti biti ključni kriterij za realizaciju.

Sam termin financijska geografija implicitno sugerira da postoji mnogo načina za rješavanje financijske krize te da oni mogu i trebaju biti geografska varijabla, stavljajući ih u suprotnost sa time da treba biti jedna veličina koja odgovara svim političarima koji se, čini se, favoriziraju globalnu štednju kao rješenje sadašnje krize (ili u najboljem slučaju, dvojno rješenje u srži štednje, povećanje potrošnje i pad trgovinske ravnoteže ili cijena valute u izvozu orijentiranih periferija) (Doucette, 2011). Po svemu navedenom, možemo reći da geografi imaju prilično jaku ulogu u procesu financijalizacije, posebice u današnje vrijeme (Doucette, 2011).

Prema Epstein (2004) i Lee *et al.*(2009) ovaj potencijal vrijedi i za područja unutar sjevernog Atlantika, gdje i je usmjerena većina literature, kao i na mjestima izvan njega, poput područja istočne Azije gdje su gospodarstva uglavnom izvezno orijentirana i drugih područja koja su povezana sa dominantnim stanicama financijalizacije koja se očituje kroz trgovinu, proizvodnju i financijsko posredovanje. Ta druga mjesta o kojima govore jesu svjedoci povećanih financijskih aktivnosti u zadnjem desetljeću i po, međutim nisu dobili jednaku razinu znanstvene pozornosti, a trebali bi. Jedan takav primjer jest slučaj Južne Koreje koja je svoju prethodnu restriktivnu financijsku politiku povezanu sa industrijskim politikama značajno restrukturirala prije krize 1997. godine. Nakon što je otvorila granice za razne nove vrste stranog kapitala, Koreja se podvrgnula značajnim bankarskim promjenama i rekonstrukcijama korporativnog upravljanja, zauzimajući konkurentne ponude za financijska čvorišta u istočnoj Aziji i svjedočila pojavi špekulativnih dioničarskih mjehurića i izdavanja kredita i nekretnina. Ove promijene utjecale su na preoblikovanje odnosa između financija, države (vlade), državnih i poslovnih tvrtki, korporativnih bankovnih konglomerantskih veza koje su bile temelj brzog ekonomskog rasta u prethodnim razdobljima. U međuvremenu, međunarodna financijska tržišta postaju sastavni dio Korejske makroekonomije i njezine ekonomske geografije. Autori vjeruju da korejsko financijsko restrukturiranje daje prostor za proširenje literature o samom procesu financijalizacije (Epstein 2004; Lee *et al.*, 2009).

Prema Doucette (2011) ovo su elementi južnokoreanske financijalizacije:

- nova područja – mjehurići nekretnina potaknuti hipotekama i potrošačkim kreditima
- strukturne značajke – proširenje zemljopisnog/geografskog područja korporativnog ulaganja zaduživanja; povećana vlasništva stranih tvrtki; burza kao strateško polje za Cheabol (konglomerat) i strani kapital
- korporacijska vladavina – od bankovno – tvrtkovne veze do većinskog dioničarkog režima
- geopolitički kontekst – projekt razvoja Hladnog rata do Whasingtoskog koncenzusa
- urbane konture – novi razvoj gradova, međunarodni financijski centar, slobodne ekonomske zone
- makroekonomska stabilnost – povećana izloženost međunarodnim šokovima, veća volatilnost stranih valuta i izvoza
- režim akumulacije – od razvojnog stanja do *finance dominated accumulation regime* u izvoznoj ekonomiji.

Neki od znanstvenika financijalizaciju čvrsto definiraju kao sustav u kojemu glavni i veći dio profita pritječe od financijskih aktivnosti, iako postoji neslaganje o izvorima istoga (Krippner, 2005). Primjerice, Lapavistas (2008) sklon je tvrdnji kako je povećana financijska dobit simptom eksproprijacije radničkih dohodaka u sferi cirkulacije. Za razliku od Lapavistasa, Fine (2010) na isto pitanje gleda kao proces koji uključuje eksproprijaciju zarade, isto kao i eksproprijaciju na mjestu proizvodnje (čija je vrijednost gleda kao doprinos eventualnom usporavanju akumulacije kapitala).

Pike i Pollard (2010) ističu da je financijalizacija proces koji podrazumijeva širenje i produblivanje niza agenata (zastupnika), odnosa i web stranica koje zahtijevaju razmatranje u ekonomskoj geografiji te stvara napetosti između teritorijalnih i relacijskih prostornosti unutar geografske diferencijacije. Kako se mijenjaju društvene mreže i obrasci interakcije između ovih elemenata, tako se mijenja i relacijski prostor među njima. To pak utječe na koji se način alociraju i distribuiraju ekonomski resursi. Promjene relacijskih prostora također imaju jak utjecaj na koji se način proizvodi fizički prostor kao što su promjene u ekonomskom okruženju usklađene kako bi bolje odgovarale novim praksama financijske kalkulacije. S ovakvim geografskim

preslagivanjem, financijalizacija destabilizira i rekonfigurira *starije* mjesto opkoljeno odnosima između tvrtki, vlada i drugih dioničara sa novim globalnim/svjetskim standardima korporativnog upravljanja ili izvorima kapitala. Financijski geografi argumentiraju kako ekonomski geografi imaju udio u istraživanju obje transformacije te vjeruju da na taj način mogu pridonijeti nekim nijansama u procjeni financijskog prostora koji ističu homogenost konvergencije financijskih procesa.

#### 2.3.4. Oblici financijalizacije

Financijalizacija može poprimiti više različitih oblika. Jedan od temeljnih oblika financijalizacije podrazumijeva financijalizaciju temeljenu na „fiktivnom kapitalu“ gdje svrstavamo dionice i druge vrijednosne papire. Drugi oblik financijalizacije s kojim se susrećemo jest temeljena na tzv „*interest-bearing*“ kapitalu (Becker, 2014). U prvom slučaju, financijski investitori tražili su više cijene financijske imovine i težili ka promjenama u regulaciji kao i liberalizaciji financijskih tržišta. U daljnjoj fazi ove vrste financijalizacije, inflacija financijske imovine nadmašuje i opću stopu inflacije i porast u profitima.

Druga vrsta financijalizacije koja se bazira na „*interest bearing capital*“ mnogo je relevantniji za regiju. Oboje, i ekspanzija kredita prema državi, kompanijama i privatnim kućanstvima te širenje kamatnih stopa jesu važni faktori za dinamiku ovog tipa financijalizacije. Država i kompanije tradicionalno su bili i još uvijek jesu najveći dužnici banaka. Kako god, posebno svojstvo najčešće faze financijalizacije jest da su kućanstva postali dio financijalizacije kroz kreditiranje (Lapavistas, 2009). Zbog relativno niskih plaća, kućanstva svoju trajnu potrošačku akviziciju djelom financiranju kreditiranjem. Akvizicija privatnih stambenih zemljišta jest drugi važan izvor zbog kojeg se kućanstva zadužuju, posebno kad nema suštinskog socijalnog stambenog fonda (*substintial social housing fond*). Ovaj oblik financijalizacije može biti karakteriziran kao masovna financijalizacija.

U zemljama periferije i polu-periferije kao što je jugoistočna i istočna Europa, kamatne stope, isto kao i širenje između aktivne i pasivne kamatne stope jesu više nego u zemljama jezgre zbog participiranja viših rizika. Ovo čini kredite u (polu)-periferiji kao atraktivnu opciju za banke iz razvijenih zemalja, pogotovo ako rast nije jako snažan i kad su kreditna tržišta zasićenija u zemljama jezgre.

**Tablica 2.** Oblici financijalizacije

	<b>FIKTIVNI KAPITAL</b>	<b>INTEREST BEARING CAPITAL</b>
<b>IZVOR PROFITA</b>	Cijene financijske imovine	Širenje kamatne stope
<b>SOCIJALNA DIMENZIJA</b>	Elita	Masovno stanovništvo
<b>IZVOR SREDSTAVA</b>	Domaći/vanjski	Domaći/vanjski

Izvor: samostalna izrada prema Becker i Četković (2015)

U puno slučajeva, financijalizacija u (polu)-periferiji može biti okarakterizirana kao ovisna financijalizacija. Ovisnost možemo vidjeti na dva ključna pogleda: oslanjanje na vanjske fondove i kontrola ključnih komponenti financijskih sektora stranih zemalja. Ako se banke snažno oslone na vanjsko financiranje, onda teže promijeni valutnog rizika prema svojim dužnicima kroz pružanje kredita u stranoj valuti (ili najmanje kredite indeksirane u stranoj valuti). Za dužnike, ovi se krediti čine atraktivnima zbog njihove kamatne stope koja je uglavnom manja od kredita u domaćoj valuti. Depoziti također mogu djelomično biti denominirani u stranoj valuti. Klijenti banaka jesu skloniji prema kreditima u stranoj valuti ako su iskusili visoku inflaciju i financijsku krizu nedavno (Becker i Četković, 2015). U zemljama bivše Jugoslavije, takve uspomene su još jako snažne. Neformalna euroizacija i dolarizacija uzrokuje snažna ograničenja na tečajnu politiku kao i na cjelokupnu ekonomsku politiku. Bilo kakva tečajna kriza teži prelijevanju u bankarsku krizu zbog tečajne deprecijacije/devalvacije čineći stranu valutu poželjnijom te stavlja oboje i dužnike i banke pod enormni pritisak. Stoga, neformalna euroizacija/dolarizacija jest snažna barijera nasuprot napuštanju fiksnog tečajnog režima i općenito naspram tečajne devalvacije. Središnja banka jako je ograničena u pružanju hitne pomoći insolventnim banaka u slučaju djelomično euroiziranog/dolariziranog gospodarstva jer će banke trebati dokapitalizaciju u stranoj valuti.

### **3. FINANCIJALIZACIJA I FINANCIJSKA KRIZA U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE**

#### ***3.1. Financijalizacija, dug stanovništva i nove ranjivosti u post-socijalističkim zemljama***

Nakon općenitog uvida u pojam i proces financijalizacije, ovo poglavlje rada usmjerno je na financijalizaciju na području jugoistočne Europe. Poseban fokus dan je na socijalne i ekonomske aspekte financijalizacije kućanstva. Jedan od razloga jest činjenica da kućanstva ne mogu u potpunosti biti integrirana u sustav tržišnog odnosa.

Analiza procesa financijalizacije na razini kućanstva uključit će ekonomske isto kao i neekonomske aspekte.

U vrijeme prijelaza na tržišno gospodarstvo, cijela je regija post-komunističke zemalja bila suočena s velikim priljevima kapitala koji su da su ključni za prenošenje rizika iz jezgre prema periferiji na razini nacionalnog gospodarstva i kućanstva (Rodik i Žitko, 2015).

Osim direktnih (izravnih) stranih investicija (FDI), drugi oblici ulaganja postupno su rasli, posebno nakon prvog vala privatizacije. Tablicom 2 prikazani su neto priljevi FDI-a u % BDP-a u zemljama regije u razdoblju od 1995.-2016. godine.

**Tablica 3.** Izravne strane investicije (FDI) – neto priljevi u % BDP-a u razdoblju od 1995. godine do 2016. godine

DRŽAVA/GODINA	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
MAĐARSKA	10.38%	7.07%	8.81%	6.87%	6.74%	5.82%	7.56%	5.39%	4.89%	4.38%	7.554
BOSNA I HERCEGOVINA	/	/	/	1.62%	3.77%	2.65%	2.06%	4.03%	4.56%	8.88%	5.56%
BUGARSKA	0.69%	1.08%	4.51%	3.67%	6.07%	7.62%	5.75%	5.59%	9.95%	11.78%	13.74%
HRVATSKA	0.48%	2.08%	2.27%	3.70%	6.21%	4.85%	4.23%	3.55%	5.27%	3.11%	3.95%
RUMUNJSKA	1.11%	0.71%	3.39%	4.84%	2.88%	2.77%	2.84%	2.48%	3.08%	8.45%	6.52%
SLOVENIJA	0.71%	0.81%	1.61%	0.98%	0.47%	0.67%	2.40%	7.85%	1.80%	2.21%	2.67%
SRBIJA	0.27%	0.00%	3.06%	0.62%	0.61%	0.79%	1.45%	3.04%	6.92%	3.86%	6.01%
DRŽAVA/GODINA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
MAĐARSKA	16.27%	50.74%	47.69%	2.28%	16.07%	7.50%	8.34%	2.80%	9.31%	-4.36%	-7.27%
BOSNA I HERCEGOVINA	6.58%	11.68%	5.26%	0.79%	2.59%	2.53%	2.28%	1.73%	2.81%	1.81%	1.56%
BUGARSKA	22.96%	31.00%	18.84%	7.53%	3.64%	3.66%	3.32%	3.57%	3.64%	5.53%	2.30%
HRVATSKA	6.54%	7.60%	7.36%	5.10%	2.39%	2.28%	2.59%	1.62%	6.94%	0.33%	/
RUMUNJSKA	8.91%	5.89%	6.57%	2.77%	1.91%	1.28%	1.78%	2.01%	1.94%	2.43%	2.88%
SLOVENIJA	1.75%	3.92%	1.95%	0.69%	0.67%	1.71%	0.07%	0.22%	2.06%	3.93%	2.45%

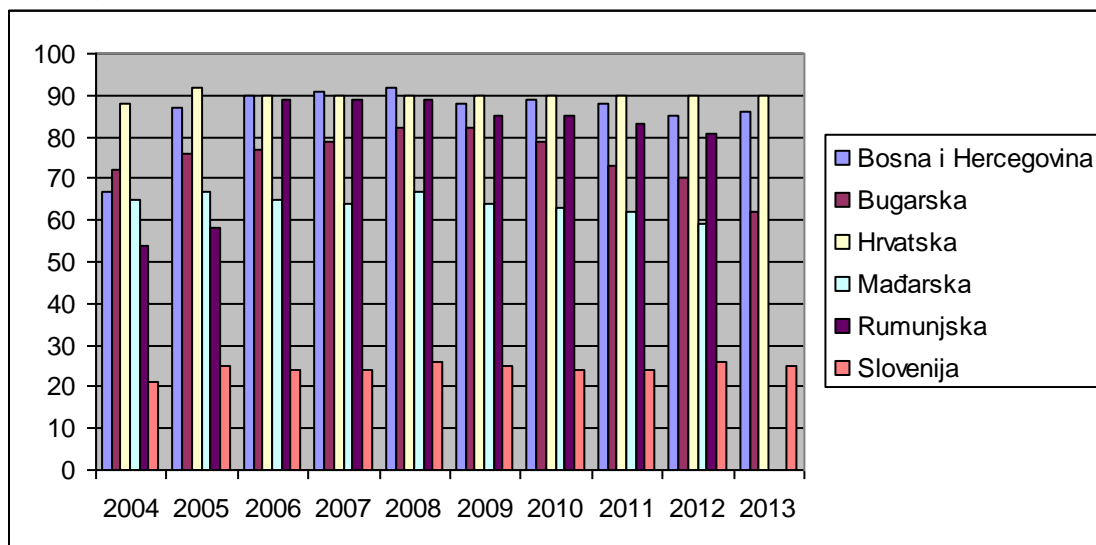
Izvor: samostalna izrada prema podacima Svjetske Banke (2017)

U tablici je vidljivo kako su sve analizirane zemlje imale vrlo mali postotak priljeva FDI-a od 1995. godine, osim Bosne i Hercegovine koja tek 1998. godine bilježi prve priljeve. Moguće je primijetiti kako se najveći postotak FDI-a u BDP-u u većini zemljama zabilježio 2007. te 2008. godine prije nastupa globalne financije krize. Najveće priljeve tokom svih analiziranih godina imala je Mađarska te zatim Bugarska, dok najniže su imale Slovenija i Bosna i Hercegovina.

U razdoblju između 1999. – 2006. godine bilježi se rast portfolio investicija, isto kao i brzi porast bankovnih kredita privatnom sektoru. Nagli porast kreditne ekspanzije širem post-socijalističke regije povezan je sa privatizacijom domaćeg bankarskog sektora u tim državama (Rodik i Žitko, 2015). Vlasnička se struktura promijenila iz državne u privatnu i domaće u strano vlasništvo te su krediti u privatnom sektoru porasli kao što je prikazano Grafikonom 1.

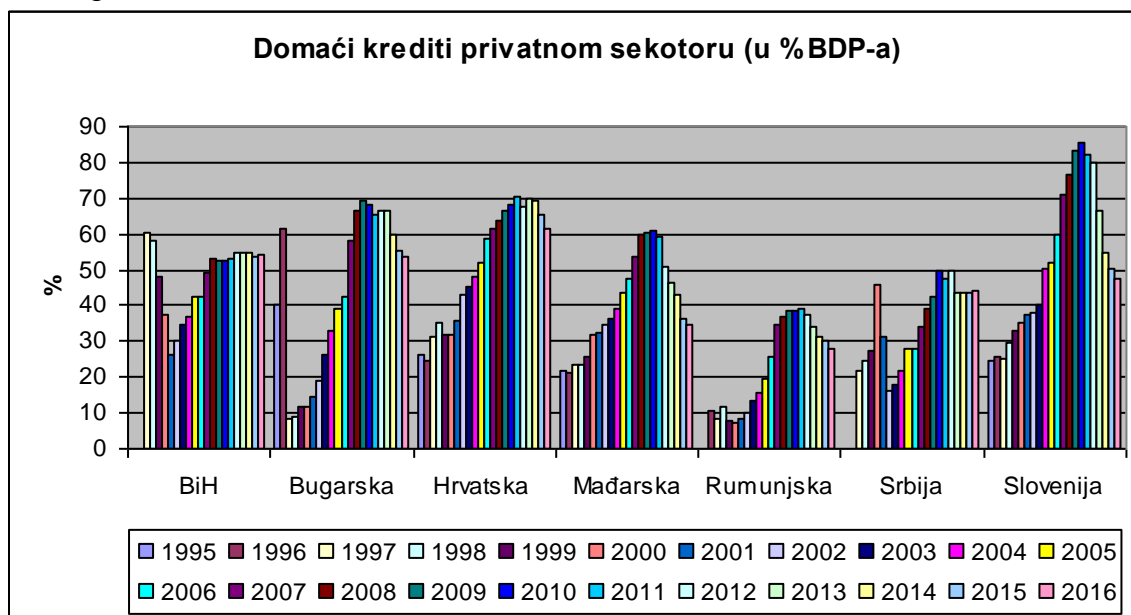


**Grafikon 1.** Neto inozemna imovina u % ukupne imovine u razdoblju od 2004. do 2013. godine



Izvor: samostalna izrada prema Svjetskoj banci, 2016.

**Grafikon 2.** Domaći krediti privatnom sektoru (u % BDP-a) u razdoblju od 1995. do 2016. godine



Izvor: samostalna izrada prema Svjetskoj banci, 2016.

Grafikon 1. prikazuje neto inozemnu imovinu u ukupnoj imovini u ukupnoj imovini u razdoblju od 2004. do 2013. godine.

Domaći krediti privatnom sektoru (u % BDP-a) u razdoblju od 1995. do 2016. godine prikazani su Grafikonom 2. Vidljivo je kako domaći krediti privatnom sektoru u svim zemljama tijekom promatranih godina imaju tendenciju rasta. Najveći porast bilježi Slovenija od čak 90% u 2010. godini, dok u godinama nakon bilježi lagano opadanje.

Povijesno gledajući, Hardie i Howarth (2009) istakli su kako se u ranim devedesetim godinama dogodila transformacija bankarske kulture u Njemačkoj i Francuskoj. Drugim riječima, banke su počele usmjeravati svoje poslovanje van domaćeg tržišta u cilju postizanja većih profita. Austrijske i talijanske banke vrlo su brzo počele pratiti ovu istu strategiju koja se zbilja isplatila nakon što se otvorilo potpuno novo tržište u Južnoj Europi nakon pada berlinskog zida. Gledajući sa strukturalne strane, porastom banaka u post-socijalističkoj regiji stvorili su se uvjeti pod kojima su krediti lako postali dostupni i kućanstvima, i u manjoj mjeri ne financijskim tvrtkama. Konsolidacija i privatizacija bankarskog sektora diljem regije u kasnim 90-tim i ranim 2000-tima značila je da su institucionalni i ekonomski uvjeti zadovoljeni u vrijeme nadolazeće ekspanzije. Ranije interpretacije ovog razvoja formulirane su od strane međunarodnih financijskih institucija (World Bank, EDBR i dr.) koje su isticale pozitivne efekte privatizacije i stranog vlasništva kao primjer prijenosa znanja, povećane bankovne produktivnosti te snage financijske stabilnosti (Rodik i Žitko, 2015:51).

Međutim, druga strana bilo koje kreditne ekspanzije jest asimetrična sposobnost pojedinaca i socijalnih grupa da reguliraju i upravljaju rizikom. Neujednačena distribucija rizika definirana je prema Gaboru (2010a, 2010b) kao posljedica promjene iz „strpljivog“ u „nestrpljivi“ kapital. Ova promjena koja može biti sinonim za financijalizaciju donosi značajne promjene na koji način tržišta kapitala upravljaju pod pritiskom liberalizacije kapitalnih tokova. U smislu povezanim sa financijalizacijom kućanstva promjena na nestrpljivi kapital može se promatrati kreditiranjem u stranoj valuti koje su pratili prekogranični priljevi. Steiner (2009) je dokumentirao snažni rast deviznih kredita stanovništvu za grupu od jedanaest post-socijalističkih zemalja. Omjer deviznih kredita prema BDP-u u tim zemljama povećan je sa 6% u 1995. godini na 31% u 2009. godini sa značajnim djelom nagomilanih obveza vezanih za

kućanstva u cijeloj regiji (Steiner, 2011). Uspoređujući devizne kredite stanovništva sa deviznim kreditima ne-financijskih tvrtki, devizni krediti stanovništvu dosegli su 51% od ukupnih deviznih kredita u 2009. godini. U tom trenutku, banke su sudjelovale u *carry trade* aktivnostima velikih razmjera sa kućanstvima kao ugovorne strane unutar financijskih odnosa čije rizike nisu mogli u potpunosti shvatiti (Steiner, 2011). *Carry trade* trgovačke aktivnosti u literaturi uglavnom su definirane kao strategije kojima je moguće iskoristiti razliku kamatnih stopa i nisku volatilnost. (Gulati et al., 2007). Ova strategija obuhvaća zaduživanje po niskim kamatnim stopama u jednoj valuti i zauzimanje pozicije u drugoj (ciljanoj) valuti s ciljem očekivanja profita od razlike u kamatnim stopama. Svjesne tečajnog rizika koji bio mogao ugroziti njihov profit, banke širom regije, odlučile su se za posuđivanje u stranoj valuti (Gabor, 2010). Stanovništvo, o kojemu će se detaljnije vidjeti na slučaju Hrvatske, imalo je samo maglovitu ideju o opasnostima volatilnosti tečaja te nije bilo u mogućnosti da se zaštiti od rizika u bilo kojem smislu. Osim toga, gore opisani prekogranični priljev kapitala (*crossborder capital inflows*) bio je mjerodavan za nastanak ovisne financijalizacije, odnosno, vrstu financijalizacije bitnu za socio-ekonomske odnose dominantnih u post-socijalističkoj periferiji. Dva izbora fragilnosti nastali su iz ove konfiguracije (Conolly, 2009).

Prvo, krediti denominirani u stranoj valuti osnažili su proces (neformalne) euroizacije koji ograničava sposobnost vlade da pravilno rješava makroekonomske neravnoteže i neusklađenosti. Službeno ili neslužbeno uvođenje eura i prisustvo drugih valuta rezultiralo je fragmentacijom domaćeg monetarnog prostora te je imalo negativne posljedice na sposobnost vlade da formulira dugoročnu ekonomsku politiku (Becker, 2007). Gospodarstva sa visokim stupnjem euroizacije ne mogu primijeniti devalvaciju domaće valute kao glavni instrument monetarne politike zbog štetnih posljedica koje mogu imati na stanovništvo i tvrtke da otplaćuju svoje dugove. U najgorem mogućem slučaju, s obzirom da „krediti uvijek uključuju da se dug povećava tijekom vremena“, vlada i monetarne vlasti mogu postati zarobljeni u začaranom krugu u kojemu euroizacija kredita i depozita nadopunjuju jedni druge čineći monetarni prostor malim i fragmentiranim (Becker, 2007).

Drugo, sektor stanovništva postaje sve ranjiviji s vremenom, ali je jako teško odrediti precizan stupanj ranjivosti iz razloga što teret duga ovisi o volatilnosti tečaja, relativnim cijenama imovine i prihodu od rada. U bilo koje vrijeme krize, sve su komponente vezane za promjene te zajedno s kreditima denominiranim u

švicarskom franku, pokazali su koliko aprecijacija tečaja može biti razorna u kombinaciji s korekcijom cijena imovine i smanjenjem/gubitkom prihoda zbog recesije. Budući da je globalna kriza ugrozila stanovništvo, oni su kao nezaštićeni segment gospodarstva bili prisiljeni nositi veliki dio društvenih troškova nastalih neprikladnim ponašanjem privatnog sektora. Prije nego što se nastavi s analizom financijalizacije stanovništva, bit će riječi vezanih za društvene i ekonomske aspekte financijalizacije stanovništva (Becker, 2007).

### 3.1.1. Financijalizacija na razini stanovništva: socijalni i ekonomski aspekti

Povećana prisutnost stranog vlasništva u bankarskom sustavu u tzv. rastućim gospodarstvima jugoistočne Europe nije donijela željene učinke financijskog sustava bez obzira na tvrdnje većine stručnjaka ekonomske profesije. Umjesto toga, ove su zemlje postale još ranjivije u razdoblju nakon 2000. godine budući da je veliki priljev kapitala uzrokovao deficit i inozemni dug. Štoviše, u nekim slučajevima, kreditna ekspanzija potaknuta konkurencijom za udjelom na tržištu stvorila je uvjete za formiranje imovinskog mjehurića kako je rastuća zaduženost stanovništva potvrdila aprecijaciju cijena nekretnina, formirajući nekontroliranu spiralu rasta duga i inflaciju cijene imovine (Becker, 2007).

Kao što je prethodno spomenuto, inherentni rizici ranjivih perifernih ekonomija postali su izražajniiji tijekom globalne krize kapitalizma kao kreditni „škripac“ u gospodarstvima zapadne Europe (*eng. core countries*) generirajući krizu i naglo zaustavljanje kapitalnih tokova prema periferiji. Transformacija financijskog sustava u državama zapadne Europe motivirala je niz studija koje su nastojale odvojiti odnos između financijskih tržišta i stanovništva na način da pronalaze različite načine na koje financijska inovacija integrira stanovništvo u proces akumulacije te su za uzvrat promijenile svoje ponašanje. Za Lapavistas (2009) ekstrakcija dobiti direktno iz osobnog dohotka radnika i drugih zaposlenih osoba pokazala se kao važna značajka financijaliziranog kapitalizma iz razloga što je poveznica između komercijalnog bankarstva i proizvodnih kapitalističkih aktivnosti jako oslabila. S obzirom na ekspanziju novih financijskih proizvoda, otvorenih kapitalnih tokova te financijske deregulacije, nefinancijske kapitalističke tvrtke u mogućnosti su da se samostalno uključe u financijske aktivnosti, ostavljajući bankarski sektor naprednih kapitalističkih zemalja da iznova osmisle svoju osnovnu djelatnost. Lapavistas ukazuje na

kombinaciju investicijskog bankarstva i eksproprijaciju kao način na koji bankarski sektor nastoji zaobići taj problem.

Istovremeno, Dos Santos (2009) ispitaio je odnos između rasta duga stanovništva te profita i prihoda banaka. Štoviše, čini se kako je Dos Santos podržao analizu koju su predstavili Barba i Piretti (2009) prema kojima se trend rasta duga stanovništva treba promatrati u kontekstu „stagnacije plaća, rasta nejednakosti prihoda te povećanje oslanjanja na privatna stambena zbrinjavanja, zdravlje i obrazovanje“ koje „prisiljava“ (nadničare) na dužničke odnose kako bi mogli osigurati vlastitu reprodukciju (Dos Santos, 2009). To se čini važnim pitanjem u ispitivanju ekonomskog statusa stanovništva, kako u zemljama s visokim tako i onima s niskim dohotkom. Ukratko, pitanje se sastoji u procjeni mjere u kojoj se porast duga stanovništva može objasniti stagnacijom plaća i smanjenje pružanja javnih dobara. Čak ako se i može opaziti blago poboljšanje u razini plaća, ostaje pitanje da li porast ili transformacija potrošačkog ponašanja gura stanovništvo prema višoj razini duga. Kasnije se postavilo pitanje ispitivano po nekim detaljima Cynamona i Fazzariju (2008) kao „tamna strana“ demokratizacije financija. Nasuprot uobičajne tendencije „živjeti iznad svojih mogućnosti kao žalosne i iracionalne društvene prakse, oni argumentiraju kako se potrošnja stanovništva odnosi na formiranje socijalnog identiteta na osnovni način. Drugim riječima, potrošnja se teško može posmatrati kao samostalna djelatnost stanovništva budući da učinak brojnih društvenih faktora utječe na „odgovarajući“ stupanj i način potrošnje. Nemogućnost da se odredi društvena norma rezultirat će materijalnim i simboličkim siromaštvom iz razloga što je nejednak pristup potrošnji uvećan „pozicijskim eksternalijama“. Za Cynamona i Fazzanija (2008), društvene se preferencije razvijaju endogeno, uvećane za pozicijske eksternalije koje imaju tendenciju da kroz akumulaciju duga povećaju potrošnju bez obzira na razinu prihoda:

„Pretpostavimo kako će gospodarski rast dovesti do uravnoteženog širenja potrošnje u odnosu na dobit za reprezentativno kućanstvo u nedostatku položajnih razmatranja. Stavite to kućanstvo na društveno izoliranu okolinu sa gospodarskim rastom te će omjer potrošnja-prihodi biti konstantan. Sada još dodajte pozicijske eksternalije. Potrošnja se može promatrati od strane drugih, dok je štednja u velikoj mjeri privatne prirode. Eksternalije stoga, navode stanovništvo da izaberu trenutnu potrošnju te se odmiču od štednje. Opet, te snage podižu normu potrošnje brže od prihoda stanovništva“ (Cynamon i Fazzari, 2008).

Nadalje, Schor (1998) tvrdi da u suvremenom kapitalističkom društvu učinak pozicijskih ekstrenalija treba biti koncipiran drugačije. Razlog za to može se naći u formiranju potrošačke norme, brzim promjenama na tržištu rada i radnim uvjetima. Zbog povećane prisutnosti masovnih medija i industrije odnosa s javnošću u potrošačkom prostoru došlo je do točke zasićenosti gdje je staroj društvenoj referentnoj grupi poput obitelji ili susjedstva oduzet utjecaj u određivanju obrasca potrošnje. Teško je precijeniti važnost tih pitanja za razumijevanje post-socijalističke tranzicije. Burić (2010) je uložio znatne napore da istraži i shvati novu potrošačku kulturu post-socijalističkog razdoblja u Hrvatskoj u odnosu na pozadinu trenda rasta duga stanovništva. Moguće je složiti se s njegovim analizama, točnije da razvoj nove raspodjele sredstava u obliku tzv. shopping centara, hipermarketa i diskonta, u analogiji s zrelim kapitalističkim zemljama, ovisnih o mehanizmu trajnog duga refinanciranja i proliferacija novih dužničkih instrumenata. Istraživanje međudnosa financijskih inovacija, kreditne ekspanzije i nove potrošačke prakse kroz prizmu financijalizacije dodaje se već postojećim naporima da se te pojave shvaćaju kao dio cjelokupne promjene režima akumulacije. Međutim, treba naglasiti još jednom da iako je analiza financijalizacije usko povezana s problem akumulacije kapitala, smisao njegove službe u ovom kontekstu jest zaobilaženje nedostataka teorije racionalnog izbora i hipoteza u neoklasičnom životnom ciklusu u objašnjavanju ponašanja stanovništva.

Ako, kao što je slučaj jugoistočne Europe, priljev kapitala predstavlja ključni ekonomski uvjet za proces financijalizacije stanovništva, potrošačke norme treba uzeti kao ključni socijalni uvjet na kojima je utemeljen proces financijalizacije. Istovremeno, važno je primijetiti da prosječno kućanstvo obavlja različite vrste potrošnje. Kupnja jednostavnog dobra poput hrane ili odjeće značajno se razlikuje od kupnje kuće ili stana. Ekonomski i socijalni vanjski uvjeti (okolni), u smislu rizika i direktne implikacije na kućni budžet i dobrobit gotovo su neusporedivi u odnosu na bilo koju kupovinu trajnog ili ne trajnog dobra. Kao što je Bourdieu (2005) navodi u svojoj analizi o francuskom stambenom tržištu, kupnja kuće predstavlja čin kupnje koji se sastoji od ekonomske i afektivne dimenzije te predstavlja jednu od najtežih ekonomskih odluka cijelog životnog ciklusa, odluka koja sa sobom nosi posljedice velikih razmjera“ (Bourdieu, 2005). Isto tako, kupnja kuće može se smatrati kao investicija „u smislu ne financijskog oblika štednje“, ali još važnije, to je objekt čiji izbor smješta potencijalne vlasnike u društveni prostor koji „čine element u baštini za

koji se očekuje da će trajati koliko i vlasnici, čak i duže da postane prenosivo nasljeđe“ (Bourdieu, 2005)

Da bi se razumjela evolucija stambenog duga i pripadajući obrasci financijalizacije moraju se uzeti u obzir varijable koje se teško mogu adekvatno prikazati u neoklasičnom okviru. Za Bourdieu (2005), krivulja potražnje na stambenom tržištu predstavlja agregaciju individualnih preferencija. Različite varijable kao što su klasa, prihodi, dob, bračno stanje, broj djece i dr., tvore društvena svojstva određenog kućanstva na temelju kojih se vrši izbor. Drugim riječima, izbor između posjedovanja ili iznajmljivanja kuće, mjesto boravka ili vrste stana predstavljaju društveni ishod utemeljen na nizu mogućnosti koje su na raspolaganju koje otkrivaju mjesto pojedinog kućanstva u okviru šire društvene strukture. Prednosti koje se uzimaju zdravo za gotovo u tradicionalnim ekonomijama predstavljaju tek posredničku točku između društveno određenog skupa mogućnosti i strukture tržišta na određenom mjestu i vremenu.

Dakle, socijalni sadržaj potrošača i stambeni dug ne bi trebao biti koncipiran na isti način. Istina je da je proces financijalizacije omogućio ukupni rast obveza stanovništva, no uvjeti i implikacije ipak se ponešto razlikuju radi različitih vrsta duga. Rodik i Žitko (2015) ističu kako kućanstva ne mogu biti potpuno integrirana u sustav tržišnih odnosa te da će se za analizu financijalizacije kućanstva morati uzimati u obzir različiti obrasci financijalizacije s obzirom na podjelu na zemlje zapadne Europe i zemlje periferije. Bryan (2009) kaže kako se na kućanstva sve više gleda kao na skup financijskih izloženosti koji bi se mogli samoupravljati. Ističu, kako postoji sve veći broj izbora koji se odnose na raspodjelu novčanih sredstava na razna područja koje je zahvatio proces financijalizacije, čime se osigurava željeni sustav mirovina, razina obrazovanja i zdravstvenog osiguranja obično zahtjeva izračune i strateško odlučivanje od strane kućanstva.

U gospodarskom sustavu koji je uspostavljen u uvjetima slobodnog kretanja kapitala i snažnog oslanjanja na kompleksne financijske instrumente, financijsku polugu i globalne izvore likvidnosti, ekonomski proces postaje sve nepredvidljiviji (Rodik i Žitko, 2015., navedeno u Engelen, 2012.). Ova je karakteristika posebno prisutna u kriznim vremenima. Langley (2008) navodi da ako je istina da većina anglo-američkih hipotekaraca nije bila svjesna da njihova sposobnost zaduživanja počiva na

povećanoj neposrednoj blizini tržištima kapitala i stvaranju nove financijske imovine putem sekuritizacije, isto se može reći i za kućanstva u jugoistočnoj Europi koji po svemu sudeći nisu bili svjesni rizika u koji su uključeni transakcijskim operacijama koje obavlja bankarski sektor. Iz tog se razloga kućanstava ne mogu potpuno integrirati u sustav tržišnih odnosa. Kućanstva ne mogu steći adekvatna znanja potrebna za uspješno razumijevanje funkcioniranja financijskih tržišta za razliku od banaka i ostalih financijskih institucija. Stoga je asimetrija znanja konstanta suvremenog financijskog sustava koji se teško može nadoknaditi programima financijske pismenosti.

Rodik i Žitko (2015) navode kako bi se u slučaju post-socijalističke periferije moglo tvrditi da nisu uspostavljeni materijalni uvjeti za olakšanu uspostavu tzv. „investicijskog ulagatelja“ (*eng. leveraged investor*). Bez obzira na činjenicu da je u zrelim kapitalističkim zemljama kao što Langley (2008) govori, vlasnička okupacija možda postala poduzetnička, financijska i stambena strategija otkad je kuća postala predmetom ulaganja investicijskog ulagatelja, u perifernim zemljama jugoistočne Europe s relativno nerazvijenim financijskim tržištima i transformacijama stambenih sustava tijekom postsocijalističke tranzicije, velikim su dijelom zaslužni za drugačiji uzorak financijalizacije kućanstva.

Kako bi se pokazalo kako se pojam „investicijskog ulagatelja“ ne može uzeti kao početna točka za istraživanje socio-ekonomskog podrijetla financijalizacije, potrebno je razviti pojednostavljeno objašnjenje transformacije stambenog i financijskog sektora u jugoistočnoj Europi. Opet, važno je ponovno se prisjetiti Bourdieovog uvida u prirodu stambenog tržišta u kojemu je norma potrošnje određena međusobnim djelovanjem različitih oblika kapitala. S jedne strane jest strana ponude s relativnim stupnjem liberalizacije cijena, dok s druge strane stoje stambene politike usmjerene na različite društvene skupine. Određivanje društvenog statusa vezano je uz obiteljsku pozadinu, vrijeme i mjesto ulaska na stambeno tržište u kojemu se suočavaju sa strukturnim faktorima privatnog sektora i interesa države. Tržišna se vrijednost stambene imovine, radije nego apsolutna ili početka točka, treba smatrati društveno-ekonomskim ishodom ovog složenog procesa koji se teško može svesti na preferencije pojedinih rezidenata (Rodik i Žitko, 2015)



Prema Hegedus (2011) kažu kako je preobrazba stambenog tržišta u jugoistočnoj Europi započela postupnim ukidanjem tzv. Istočno Europskog Stambenog Modela (East European Housing Model- EEHM). Ovaj je model implementiran kroz razne oblike diljem regije, no moguće je izdvojiti političku kontrolu nad stambenim tržištem i podređenu ulogu tržišta kao ključna svojstva. Na dubljoj razini, EEHM je bio dio režima socijalne skrbi u kojemu je stambeno osiguranje bez oslanjanja na tržišni mehanizam bio esencijalan za političku legitimaciju socijalističkog društva u kojem su vrijednosti egalitarnosti (jednakosti) i zaštita interesa radničke klase bile stavljene na visoko mjesto političkih prioriteta. U mnogo slučajeva visoki postotak privatnog vlasništva bila je karakteristika ruralne ili nerazvijene regije, stoga ne začuđuje činjenica kako su upravo najslabije razvijene zemlje tadašnje Jugoslavije (Makedonija i Kosovo) imale više od 80% vlasništva s obzirom da je stambeno zbrinjavanje u državnom vlasništvu bilo koncentrirano u urbanim područjima (Tsenkova, 2009). Tsenkova, također, ističe kako je linija razgraničenja između privatnog i državnog vlasništva ili vlasništva i najma često bila nejasna u socijalističkom razdoblju te se ne bi smjela uzimati zdravo za gotovo. Upravo suprotno kapitalističkom društvu, stambeno je pitanje bilo dio sustava socijalnog osiguranja i nominalna (na ime) imovina tijekom cijelog životnog vijeka koja se poslije prenosila na druge generacije kao formalni pristanak državne ili lokalne vlasti. U Jugoslaviji stanarska prava dodijeljena su temeljem statusa zaposlenosti, budući da je stambena nekretnina bila (kao i samo poduzeće) društveno vlasništvo suprotno od državnih i privatnih oblika vlasništva. U skladu s dominantnom interpretacijom društvenog vlasništva, pojedina su se poduzeća morala pobrinuti da zadovolje socijalne potrebe radne snage. Pristupačnost zadovoljenja stambenog pitanja imao je važnu ulogu u ideološkoj legitimaciji (Rodik i Žitko, 2015)

Rodik i Žitko (2015) naglašavaju da se Istočnoeuropski stambeni model (EEHM), uz svu svoju raznolikost i kontradiktornost, mora uzeti u obzir jer, kažu, pruža pozadinu prema kojoj se obrazac financijalizacije u jugoistočnoj Europi može adekvatnije razumjeti i procijeniti. Navode kako je povlačenje iz režima socijalne skrbi ujedno značilo i raspad EEHM-a kroz privatizaciju i restituciju. Do kraja 1990-tih godina u jugoistočnoj se Europi pojavila nova vlasnička struktura koja je obuhvaćala još više privatnog stambenog vlasništva, no još značajnije, socijalna se komponenta potpuno promijenila. U svojoj analizi stambene ekspanzije u Mađarskoj, Bohle (2013) tvrdi da

je povećanje stope vlasnika nekretnine postignuto bez institucija i politika koje obično prate tržište nekretnina u razvijenim kapitalističkim zemljama. To je zapravo bio slučaj u gotovo svim post-socijalističkim državama. Za razliku od privatizacije u razvijenim zemljama, gdje je određen postotak javne imovine prodan privatnim ulagačima, u post-socijalističkim zemljama tijekom procesa privatizacije prešutno se pretpostavljalo da je instrument za uspostavljanje temeljne tržišne strukture. U ovim institucionalno određenim okolnostima, privatizacija i (re)distribucija postojećeg stambenog fonda, imala je „regresivni društveni učinak“ (Bohle, 2013).

Prema Tsenkova (2009) prvo desetljeće post-socijalističke tranzicije obilježila je visoka razina nezaposlenosti i pad plaća. Iako proces financijalizacije ne počinje prije ranih 2000-tih godina, važno je primijetiti kako su privatizacija i restitucija imovine stvorili uvjete za nastanak tržišno orijentiranog stambenog sektora koji će se u narednim godinama financijalizirati. Glavna obilježja transformacije stambenog sektora bila su privatizacija javne imovine, deregulacija i restrukturiranje subvencija, privatizacija državnih građevinskih poduzeća. (Tsenkova, 2009).

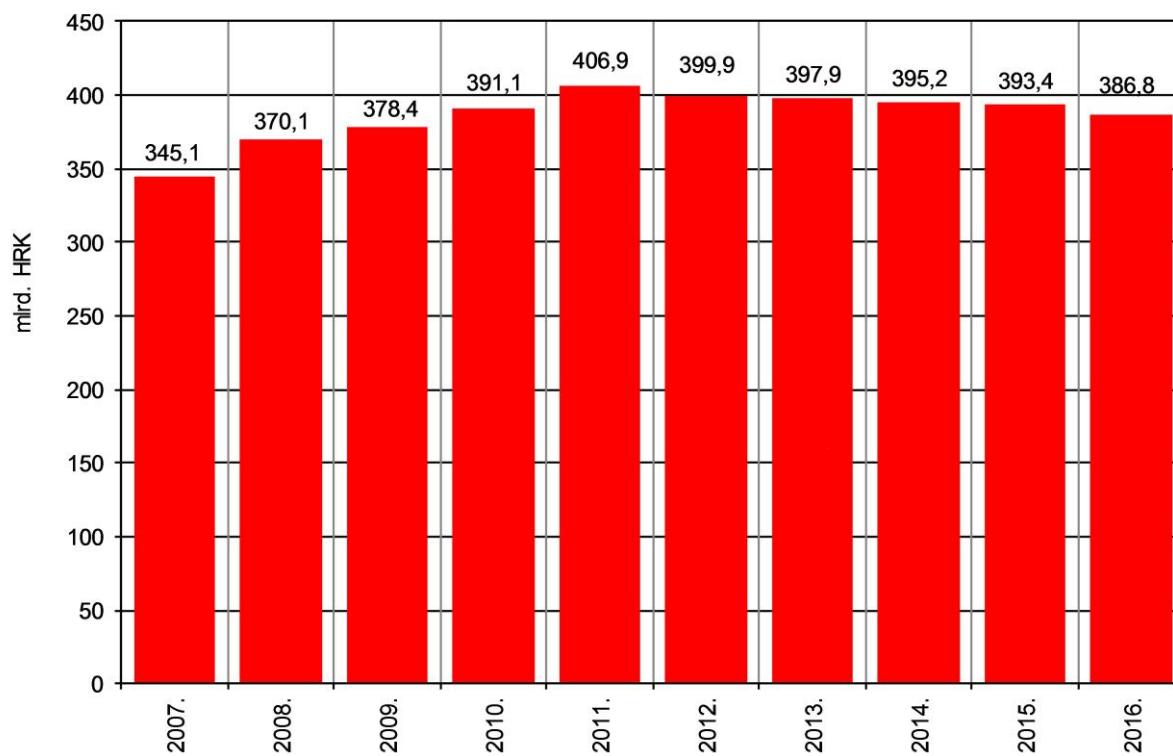
Iako su različite zemlje provodile različite oblike privatizacije, transformacija u potpuno privatni stambeni sektor, nije bila potaknuta nikakvim egalitarističkim brigama. Upravo suprotno, privatizacija i restitucija imovine značilo je da svi oni koji iz bilo kojeg razloga nisu mogli sudjelovati u transformaciji stambenog sektora početkom 1990-tih, bili suočeni sa puno zahtjevnijim financijskim uvjetima nakon 2000. godine (Bohle, 2013). To je također još jedan od razloga zašto „investicijski ulagač“ nije mogao igrati značajnu ulogu u formiranju tržišta. Oni koji iz bilo kojeg razloga nisu sudjelovali u privatizaciji i redefiniranju vlasništva nad imovinom u prvom desetljeću tranzicije, kasnije nisu mogli steći imovinu ni na jedan drugi način osim putem tržišnog mehanizma.

Plodno područje za proces financijalizacije nije se moglo razviti u prvom desetljeću tranzicije iz socijalističkog društva u kapitalističko sve dok se nisu uspostavili mehanizmi raspodjele stambenog tržišta (Tsenkova, 2009). Nakon toga, pojavile su se nove skupine društvenih čimbenika poput agencija za nekretnine, privatnih građevinskih tvrtki, privatne tvrtke za održavanje i drugi mijenjajući na taj način stranu ponude. Na potražnoj strani, stvorili su se gospodarski i socijalni uvjeti koji su potaknuli radničku klasu da osiguraju svoje stambeno pitanje putem tržišta nekretnina (Tsenkova, 2009).

### 3.1.1.1. Financijalizacija na razini stanovništva u Hrvatskoj

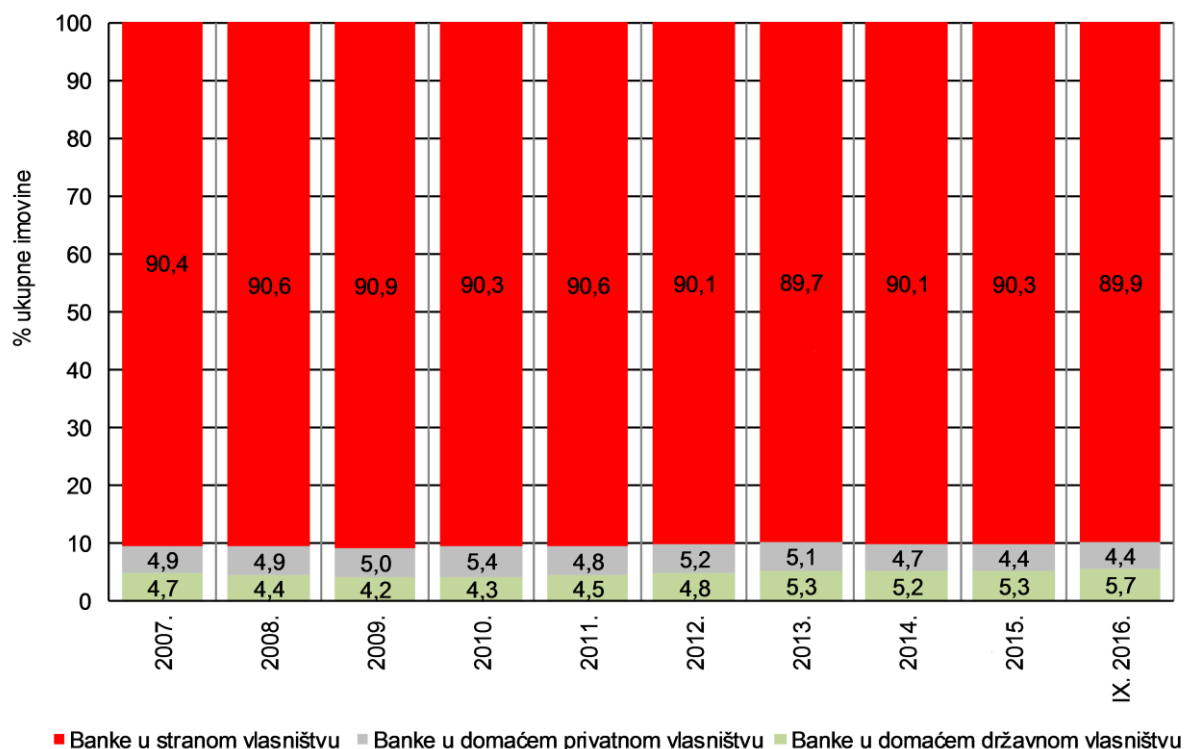
Rodik i Žitko (2015) navode kako su razdoblje između 2000. i 2008. godine u Hrvatskoj obilježile relativno visoke stope gospodarskog rasta. Rast realnog BDP-a iznad 4% tijekom cijelog razdoblja bio je popraćen niskom razinom inflacije i stabilnim tečajem. Međutim, prosperitet stvoren gospodarskom stabilizacijom nakon razdoblja tranzicijske depresije i bankarske krize krajem 1990-tih godina pokazao se iluzornim u smislu da je glavni stup ekonomskog rasta bila domaća potražnja s privatnom potrošnjom zamjenjujući investicije kao ključni pokretač rasta snažne kreditne ekspanzije (Gardo, 2008). Iako je porast domaće potražnje odigrao značajnu ulogu u poboljšanju fiskalnog položaja zemlje, slabost ili krhkost očituje se u pogoršanju vanjskog položaja države, odnosno, u trajnom deficitu tekućeg računa i porastu bruto inozemnog duga. Radošević (2013) navodi kako je demokratizacija financija omogućila prenošenje dodatnog duga na kućanstva i poticanje domaćeg gospodarstva u odnosu na stagnaciju i brzu de-industrijalizaciju. Internacionalizacija domaćeg bankarskog sektora odigrala je ključnu ulogu u osiguranju prekograničnih tokova kapitala potrebnih za održavanje domaće potražnje. Nakon prve velike bankarske krize koja je dosegla svoj vrhunac 1998. godine, konsolidirani bankarski sektor preuzeli su strani investitori, uglavnom austrijske, talijanske i francuske banke. Prema Gardo (2008), privatizacija hrvatske bankarske industrije, unatoč velikom broju banaka koje su sudjelovale, stvorila je prilično koncentrirani segment gospodarstva s četiri najveće banke koje su imale više od polovice ukupne imovine.

**Grafikon 3.** Ukupna imovina banaka u mlrd HRK u Hrvatskoj u razdoblju od 2007. do 2016. godine



Izvor: preuzeto s HNB-a, 2017.

**Grafikon 4.** Vlasnička struktura bankovnog sustava u % u ukupnoj imovini u Hrvatskoj u razdoblju od 2007. do 2016. godine



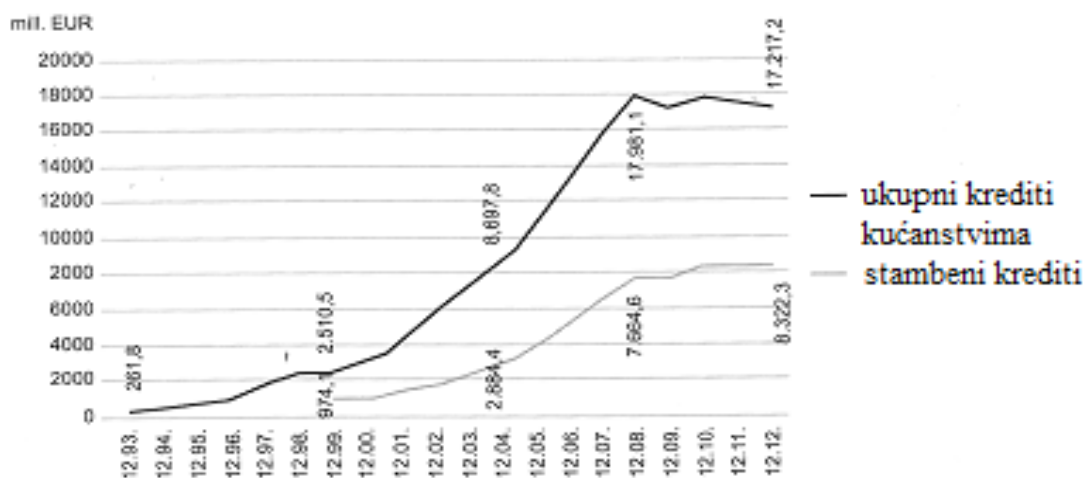
Izvor: preuzeto s HNB-a, 2017.

Ukupna imovina kreditnih institucija u 2015. smanjila se u odnosu na kraj 2014. godine (1,8 mlrd kuna ili 0,5%) zbog utjecaja smanjenja imovine banaka. Suprotno tome, imovina dviju najvećih banaka povećala se, što je dovelo do porasta koncentracije u sustavu mjerene visinom udjela vodećih banaka u ukupnoj imovini, danim kreditima (neto) i depozitima svih banaka (HNB, 2016).

Prema HNB-u (2016) ukupna imovina banaka na kraju 2015. godine iznosila je 393,4 mlrd. Kuna, a visinu i stopu promjene imovine ublažilo je kretanje tečaja kune prema tri najzastupljenije valute u bilanci banaka (euro, švicarski franak i američki dolar).

Grafikon 4. prikazuje vlasničku strukturu bankovnog sustava u % u ukupnoj imovini u Hrvatskoj u razdoblju od 2007. do 2016. godine. Vidljivo je kako najveći postotak od ukupne imovine pripada bankama u stranom vlasništvu sa 89,9%, slijede ih banke u domaćem državnom vlasništvu sa 5,7%, dok banke u domaćem privatnom vlasništvu zauzimaju samo 4,4% u ukupnoj imovini u 2016. godini.

**Grafikon 5.** Krediti stanovništvu u Hrvatskoj (u mil. EUR) u razdoblju između 1993. do 2012. godine



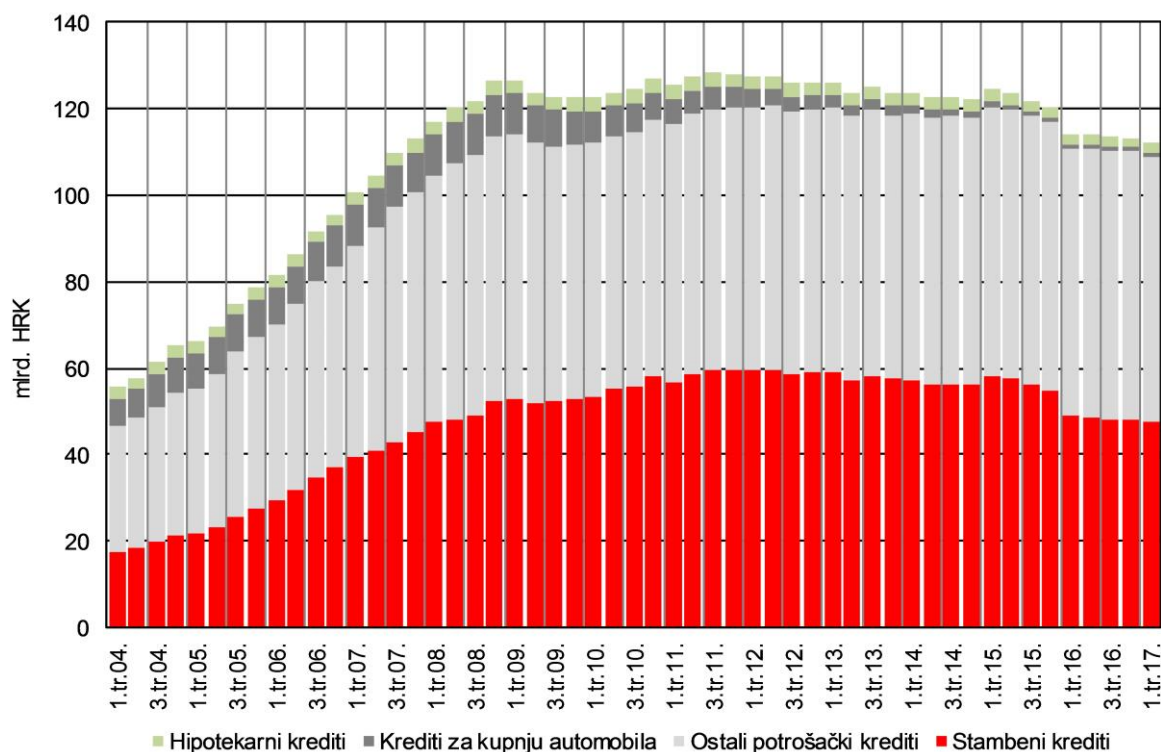
Izvor: Radošević i Cvijanović (2015)

Slično kao i ostale post-socijalističke države, i Hrvatska je doživjela stambenu ekspanziju u kontekstu financijalizacije iz razloga što su se kućanstva sve više počela oslanjati na različite oblike zaduživanja s ciljem osiguranja vlasništva nad nekretninama i dostizanja prevladavajuće potrošačke norme. Nakon gotovo deset godina od početka restrukturiranja tržišta i prijelaza na kapitalizam, novi sudionici na stambenom tržištu uglavnom su bile osobe koje zbog nedostatka financijskih sredstava ili svoje dobi nisu uspjele steći vlasništvo nad nekretninom u 1990-tim godinama kroz privatizaciju i restituciju. Novu potražnju za stjecanjem vlasništva nad nekretninama donekle je zadovoljio bankarski sektor nakon prvog vala privatizacije. Rodik i Žitko (2015) navode kako su banke u tom trenutku nastojale iskoristiti razliku u kamatnoj stopi te su počele nuditi kredite u stranoj valuti ili indeksirane u stranoj valuti. Iluzivni prosperitet u razdoblju između 2000. i 2007. godine omogućio je kreditiranje u stranoj valuti prihvatljivim, poželjan čak svim stranama. Bohle (2013) ističe da su banke mogle koristiti niže kamatne stope kako bi proširile stambeno tržište, dok su zajmoprimci na taj način mislili kako su sklopili bolji ugovor u usporedbi s kreditima u domaćoj valuti. Temeljni rizici povezani s kreditnom ekspanzijom i deviznim kreditiranjem u velikoj su mjeri bili neupitni, za razliku od administrativnih

mjera i promjena obveznih pričuva Hrvatske narodne banke koje su se pokazale nedovoljnima (Rodik i Žitko, 2015).

Tijekom financijalizacije, konkurentnost među bankama dovela je do uvođenja kredita u švicarskim francima (CHF) kao jeftiniju alternativu u odnosu na kredite u eurima. Rodik i Žitko (2015) kažu da su banke kroz uvođenje kredita u švicarskim francima nastojali proširiti svoj tržišni udio i privući nove potencijalne posuđivače spuštajući kreditne standarde. Dodatan faktor za ekspanziju kredita u švicarskim francima zbog odsutnosti regulacije ugovaranja kamatnih stopa. U pravilu, ugovorena je klauzula o promjenjivoj kamatnoj stopi bez ikakvih pojašnjenja njezinih varijacija i bez definiranja promjenjivih kamatnih stopa (Rodik, 2015). Činjenica da je klauzula o promjenjivoj kamatnoj stopi bila upisana u većinu ugovora, omogućila je banci da po volji promijeni kamatnu stopu bez konzultiranja zajmoprimca na bilo kakav način. Štoviše, ugovaranje nereguliranih kamatnih stopa, omogućilo je bankama korištenje niskih kamatnih stopa za agresivne marketinške svrhe, budući da su kreditne banke „doslovno reklamirale „stambeni krediti na popustu“ s kamatnim stopama nižim od 4%, znajući da ih mogu povećati ubrzo nakon potpisivanja ugovora (Rodik, 2015).

**Grafikon 6.** Struktura deviznih kredita stanovništvu u razdoblju od 2004. do 2017. godine



Izvor: preuzeto s HNB-a, 2017.

U 2003. godini, banke su uvele kredite indeksirane u švicarskim francima, počevši s dvije austrijske banke (Erste&Steirmarkische Bank i Addiko Bank (tadašnja Hypo-Alpe-Adria-Bank)). Ova vrsta kreditiranja kao što je prikazano Grafikonom 4 dosegla je svoj vrhunac između 2005. i 2007. godine, a do kraja 2008. godine pojavili su se prvi znakovi krize te su se banke počele povlačiti s tog tržišnog segmenta. Rodik i Žitko (2015) navode kako su do tada krediti u švicarskim francima predstavljali 24% od ukupnih deviznih kredita kućanstvima, i oko 40% dugoročnih stambenih kredita.

Prema HNB-u, cijene nekretnina u razdoblju između 2000. i 2007. porasle su za ukupno 58% (agregatno). Nije iznenađujuće da se porast cijena nekretnina kretao paralelno s intenzitetom kreditne aktivnosti. Povećanje vrijednosti kolaterala olakšao je kreditnu ekspanziju koja je stvarala dug i time prouzročila porast cijena nekretnina tijekom vremena.



Početak 2000. godine pojavljuje se organizacijska inovacija koja zamjenjuje staru praksu (šalter) s ciljem stvaranja personaliziranijeg pristupa prema klijentima. Zapravo, banke su dodjeljivale osobnog bankarskog savjetnika za gotovo svakog klijenta, stvarajući na taj način neformalnu, osobnu, a ponekad i prijateljsku atmosferu. Rodik i Žitko (2015) kažu kako se kroz razvoj novih oblika odnosa s klijentima stvorila atmosfera povjerenja koja je zajedno s iluzijom da su osobni savjetnici bili stručnjaci na terenu, potaknuli riskantno ponašanje kućanstava.

### ***3.2. Financijalizacija u zemljama jugoistočne Europe i zemljama Višegradskog sporazuma***

Financijalizacija je bila ključno svojstvo modela rasta prije krize u istočnoj i jugoistočnoj Europi. Međutim, forme i uloga financijalizacije unutar respektivnih modela rasta nije bila ujedinjena. Razlike su implicirale različite stupnjeve slabosti u globalnoj krizi. U daljnjem tekstu uspoređivat ćemo procese financijalizacije u dvije sub-regije. Na jednoj strani jest skupina zemalja Jugoistočne Europe (BiH, Hrvatska, Crna Gora i Srbija), a s druge strane jesu Višegrad države (Češka, Slovačka, Mađarska i Poljska) i Slovenija. Ova komparacija je zanimljiva iz razloga što model rasta druge skupine zemalja se oslonio na oboje i financijalizaciju i izvoznu industriju gdje je financijalizacija bila glavni pokretač rasta prije krize u zemljama Jugoistočne Europe. Neformalna euroizacija bila je ključno svojstvo financijalizacije u većini zemalja Jugoslavije, dok u Višegrad zemljama nije imala značajnu ulogu osim Mađarske i Slovenije. (Becker i Četković, 2015)

### 3.2.1. Financijalizacija u zemljama jugoistočne Europe i zemljama Višegrada

#### 3.2.1.1. De-industrijalizacija i ovisnost o kapitalnim tokovima

Zemlje u jugoistočnoj Europi koje su ovom radu uzete u obzir jesu: Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Crna Gora i Srbija. Ove su zemlje prošle masivnu de-industrijalizaciju u inicijalnoj/početnoj fazi tranzicijskog procesa. Stvarni volumen/obujam industrijske proizvodnje 1995. godine iznosio je oko 50% u Hrvatskoj. Što se tiče Srbije i Crne Gore, brojke su još dramatičnije iz razloga što su obje države izgubile više od 60% industrijske proizvodnje do 1995. godine. Kao rezultat tranzicijske politike i rata, industrija u BiH je gotovo potpuno uništena u prvoj polovici 1990-tih godina. S obzirom na situaciju koja je pogodila sve države bivše Jugoslavije, nije se nadzirao značajan oporavak industrijskog sektora, osim u Sloveniji koja je daleko ispred u pre-tranzicijskoj fazi.

Becker i Četković (2015) tvrde da je negativni rezultat industrijskog sektora bio je pod utjecajem tranzicijske politike, posebice izvršne monetarne politike i tečajnog režima. Hrvatska je dosegla monetarnu neovisnost krajem 1991. godine. Hrvatska središnja banka inicijalno je vodila fiksnu tečajnu politiku. Nominalni tečaj bio je podcijenjen sve do listopada 1993. godine u trenutku kada je hrvatski Stabilizacijski program bio najavljen. Prema članku „Hrvatski dinar – inflacija“ (Kunalipa- Hrvatski numizmatički portal) hrvatski dinar je 4. listopada 1993. godine devalvirao te je uveden fiksni tečaj od 4444 HRD za jednu njemačku marku. Dva tjedna nakon uvođenja, ukinut je fiksni tečaj i bankama je dopušteno slobodno formiranje tečaja. Daljnjim padom tečaja stranih valuta prema dinaru zaustavljena je hiperinflacija hrvatskog dinara te je uslijedila deflacija – pad maloprodajnih cijena. Godine 1994. nakon što je inflacija imala negativnu vrijednost od -3,0%, stekli su se uvjeti za uvođenje nove valute koja je zamijenila privremene hrvatske dinare.

Formiranje tečaja po uzoru na tadašnju njemačku marku bio je dio Stabilizacijskog programa. Poslije je Hrvatska službeno predstavila plivajući tečajni režim, ali je upravljala operacijama pod de facto fiksnim režimom od sredine 1990-tih godina. Uspostavljanje središnje banke BiH jest regulirano Daytonovim mirovnim ugovorom. Centralna banka Bosne i Hercegovine (CBBH) započela je s radom 1995. godine pod tečajnim režimom koji je još na snazi (Ponsot, 2006). Što se tiče Crne Gore, vlada je predstavila njemačku marku kao paralelnu valutu prema dinaru na kraju

1999. godine. Prije postavljanja centralne banke u Crnoj Gori 2001. godine monetarna politika vođena je od strane monetarnog vijeća. Njemačka marka bila je proglašena jedinom zakonskom valutom u siječnju 2001. godine te je zamijenjena eurom u 2002. godini. Nacionalna valuta Srbije vezala je tečaj prema njemačkoj marki do kraja 1990-tih godina (Becker, et al 2010). Fiksni tečajni režim održao se sve do početka 2003. godine kad je zamijenjen puzećim tečajnim režimom. Krajem 2006. godine Srbija je opet promijenila svoj monetarni i tečajni režim opredjeljujući se za ciljanu inflaciju u kombinaciji sa upravljajuće plutajućim režimom.

Promatrajući monetarnu i tečajnu politiku unutar ovih četiri spomenutih država, uočen je zajednički element kod svih država. On se odnosi na središnje banke koje su se uglavnom bavile cjenovnom stabilnošću i zanemarile evoluciju prave razine tečaja. Slabi sektori proizvodnje i precijenjena valuta rezultirali su u enormno visokim proračunskim deficitima. U Hrvatskoj proračunski deficit u prosjeku je iznosio oko 5% i 6% BDP-a u razdoblju od 1995.-1999. i u razdoblju od 2000.-2008 godine. U Srbiji je bio blago pozitivan u 2001. godini, no nakon toga je u 2008. godini poprimio negativan predznak te dosegao do -18% BDP-a (Becker, et al. 2010). Proračunski deficit u Bosni i Hercegovini u prosjeku je iznosio oko 16% BDP-a između 2002.-2008. godine. (EBRD, 2008.). U razdoblju između 2002.-2005. godine prosječni proračunski deficit iznosio je oko 9% BDP-a, ali se nakon toga povećao te je dosegao udarnu razinu od -36% BDP-a u 2008. godini (EBRD, 2008.). Zbog visokih proračunskih deficita, svaka zemlja u velikoj je mjeri ovisila o priljevu inozemnog kapitala prije zadnje financijske i gospodarske krize (Becker i Četković, 2015).

### 3.2.1.2. Financijalizacija i razvoj prije krize

Od kasnih 1990-tih godina, financijski je sektor u ovim državama otvorio vrata stranom kapitalu. Kapitalni priljevi u obliku stranih direktnih investicija uglavnom su bili kanalizirani u financijski (bankarski) sektor. Primjerice, prema Hunya (2009) u 2007. godini udio financijske intermedijacije unutar ukupnih stranih investicija iznosio je oko 40% u Bosni i Hercegovini te oko 55% u Hrvatskoj. Ove činjenice vodile su da strane banke preuzmu bankarski sektor tijekom privatizacije i restrukturiranja politike. U Hrvatskoj strane banke su se proširile nakon bankarske krize krajem 1990-tih godina dosežući više od 80% vlasništva u ukupnoj imovini bankarskog sektora već u 2000. godini. U Bosni i Hercegovini udio stranih banaka u ukupnoj imovini iznosio je

80%, dok je u Srbiji bio oko 60% u 2005. godini (Ćetković, 2011). Što se tiče Crne Gore, strane banke proširile su svoju imovinu uglavnom tijekom 2005. godine dosežući udio ukupne imovine više od 85% u toj godini. (EBRD, 2008) (Becker i Ćetković, 2015).

Strane banke bile su glavni promotori financijalizacije u post-komunističkim zemljama. Financijalizacija je prvenstveno bila rezultat povećane orijentacije banaka prema sektoru privatnih kućanstava. Od kada je industrijski sektor doživio pad tijekom perioda tranzicije, neproduktivnost je vodila da privatna kućanstva odnosno stambeni krediti predstavljaju glavni prihod za bankarski sektor. Počevši s niskom razinom u odnosu na BDP u ranim 2000-tim godinama, stambeni krediti doživjeli su brži rast do 2008. godine u sve četiri države. Kreditna dinamika u stambenom sektoru bila je puno brža od one u nefinancijskom poduzetničkom sektoru. To je rezultiralo visokim porastom stambenih kredita u odnosu na BDP s Hrvatskom na vodećem mjestu (Becker i Ćetković, 2015).

Veliki dio kredita koje je uzimalo stanovništvo bili su upravo hipotekarni krediti potrebni za kupovanje nekretnina (kuća i stanova). Takvi krediti bili su glavni faktor za postizanje dinamike kredita u privatnom sektoru u Hrvatskoj i Srbiji, iako su značajnu ulogu odigrali i potrošački krediti. U Hrvatskoj nekretnine su rasle zajedno sa stambenim kreditima sa najvišim porastom od oko 50% koji se pojavljuje između kraja 2003. godine i kraja 2007. godine. Radošević (2015) ističe ključnu važnost nekretnine kao ne trgovinski sektor za Hrvatsku u prije kriznom modelu rasta. Povećanje nekretnina u Srbiji iznosilo je oko 65% za period između siječnja 2003. godine i lipnja 2008. godine. Za razliku od Hrvatske i Srbije, u BiH, potrošački krediti bili su mnogo značajniji od stambenih kredita. Prema nekim indikacijama iz većih gradova, cijene nekretnina u Bosni i Hercegovini išli su pod ruku s hipotekarnim kreditima i skoro su se udvostručile između kraja 2005. godine i kraja 2008. godine. Zbog nedostataka podataka za Crnu Goru, jedino udio stambenih kredita prikazan je u tablici 3.

**Tablica 4.** Struktura kredita prema namjeni u % u razdoblju između 2002. do 2016. godine (Jugoistočna Europa)

	Zemlja	2000.	2004.	2008.	2012.	2016.
<b>Stambeni krediti</b>	Crna Gora			52,33%	53,85%	32,27%
	Hrvatska	37,01%	37,87%	44,78%	51,05%	44,65%
	Srbija			39,68%	48,93%	43,37%
	Bosna i Hercegovina			24,07%	22,02%	19,09%
<b>Potrošački krediti</b>	Crna Gora					
	Hrvatska	62,99%	57,62%	50,78%	45,77%	53,45%
	Srbija			45,15%	37,66%	44,07%
	Bosna i Hercegovina			69,17%	71,12%	74,39%

Izvor: samostalna izrada prema podacima središnjih banaka

\*Za Hrvatsku (2016) prema biltenu br. 235 (HNB), str. 36 (potrošački krediti uključuju i autokredite, gotovinske nenamjenske kredite i ostali)

Brzi rast domaćih kredita nije bio u skladu s jednakim rastom domaćih depozita. Kao rezultat, domaći krediti u odnosu na domaće depozite povećali su se u sve četiri zemlje. U Bosni i Hercegovini, omjer domaćih kredita i domaćih depozita dosegao je vrijednost od 1.2 na kraju 2008. godine. Nakon stabilnog porasta od 2002. godine pa nadalje, omjer domaćih kredita u odnosu na domaće depozite pogoršao se do 1.3 u 2008. godini u Hrvatskoj. U Srbiji je omjer domaćih kredita u odnosu na domaće depozite iznosio 1.25 u 2008. godini, dok je u Crnoj Gori zabilježen enormni rast

domaćih kredita naspram domaćih depozita u vrijednosti od 0.9 u 2006. godini na 1.7 u 2008. godini (Radošević, 2015).

Pretjerani rast kredita financiran je od strane inozemnih fondova koje su lokalne banke uglavnom primale od svojih matičnih banaka. Ovi prekogranični kapitalni priljevi najviše se sastoje od kredita te predstavljaju drugu važnu kategoriju stranog kapitala uz direktne strane investicije u regiji. Takvi inozemni fondovi uglavnom su denominirani u stranoj valuti. Da bi izbjegli neusklađenost imovine i obveza, banke prebacuju rizik na potrošače odnosno klijente. Rezultat jest intenziviranje kreditne isto kao i depozitne euroizacije. Može se vidjeti u Tablici 4 da su krediti u stranoj valuti (uključujući indeksirane kredite) na visokoj razini kad govorimo o Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj i Srbiji. Podaci za Crnu Goru nisu bili dostupni zbog službene euroizacije.

**Tablica 5.** Udio kredita u stranoj valuti (uključujući i indeksirane kredite) u % ukupnih kredita u razdoblju od 2000. do 2016. godine (Jugoistočna Europa)

	Zemlja	2000.	2004.	2008.	2012.	2016.
Kućanstva	Hrvatska	89,07%	79,38%	67,41%	75,41%	58,93%
	Srbija			77,85%	64,97%	52,93%
	Bosna i Hercegovina					68,77%

Izvor: samostalna izrada prema podacima središnjih banaka

Moguće je primijetiti kako su krediti u stranoj valuti u Hrvatskoj imali tendenciju pada od 2000. godine nadalje gdje su na kraju 2016. godine pali na 58,93%. U Srbiji je također zabilježen isti trend. Za Bosnu i Hercegovinu nije bilo dostupnih podataka osim za 2016. godinu gdje su devizni krediti iznosili 68,77% od ukupnih kredita.

Brza dinamika kredita zajedno sa slabim performansom industrijskog sektora bili su glavi faktori za oblikovanje regijskog modela rasta prije zadnje ekonomske krize. Stanovništvo je koristilo kredite za financiranje potrošačkih dobara. Ta potrošačka dobra sadržavala su veliki dio uvoznih dobara, koji zajedno s kapitalnim uvoznim dobrima dovela do izuzetno velikih trgovinskih i proračunskih deficita (Radošević, 2015).

### 3.2.1.3. Kriza i autoritativne politike

Model vođen zaduživanjem doživio je kolaps s izbijanjem nedavne financijske i ekonomske krize krajem 2008. godine. Od svih četiriju država koje spominjemo u radu, kriza je najjače pogodila Hrvatsku gdje bilježimo pad BPD-a od gotovo 7% u 2009. godini i bez pozitivnog rasta do 2015. godine (CBN, 2015). Stvarne stope rasta u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori bile su negativne u 2009. godini, ali ipak su se od 2010. godine nadalje pokazale blago pozitivnima (Svjetska banka, 2012). Srbija je također imala sličan trend gdje se zabilježio mali oporavak u 2010. godini uglavnom zbog povećanja izvoza. (NBS, 2013). Također, dio bi mogli pripisati i deprecijaciji srpskog dinara koja se pojavila nakon izbijanja krize.

Činjenica da je prije krize veliki dio kredita bio financiran od strane vanjskih fondova vodilo je do straha da će strane banke povući kapital iz istočne i jugoistočne Europe. Bez obzira na Bečku inicijativu koja je pokrenuta da osigura prisutnost tih banaka u regiji i spriječi financijsku nestabilnost, zapadno europske banke počele su povlačiti svoje fondove. Države bivše Jugoslavije osjetile su visoke odljeve kapitala, iako su proizašli iz različitih sektora. Dok su u Hrvatskoj i Srbiji uglavnom ne-bankarski sektori izgubili direktni pristup fondovima od banaka zapadne Europe, u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori većinom su upravo banke one koje su se suočile s masovnim smanjenjem inozemnih sredstava. Gubitak inozemnih sredstava vodilo je do opadanja ili barem stagniranja kreditne dinamike od 2009. godine nadalje posebice u stambenom sektoru (Becker i Četković, 2015).

Masivno smanjenje pasive stranih banaka u Bosni i Hercegovini utjecala je na valutnu strukturu kredita u toj državi. Kao rezultat, udio strane valute i indeksiranih kredita u ukupnim kreditima opali su za više od 13 postotnih bodova između 2008. i 2012. godine. Ponešto drugačija situacija vidljiva je u Hrvatskoj gdje je razina euroizacije smanjena do 2008. godine, ali je porasla nakon toga. Tijekom krize, najviša kreditna dinamika zabilježena je u središnjoj vladi (Becker i Četković, 2015). Nadalje, devizni dio državnog duga bilježio je konstantno povećanje nakon 2008. godine, što znači da je hrvatska vlada aktivno pridonijela povećanju euroizacije. U Srbiji, stanovništvo je smanjilo posuđivanje u stranoj valuti dok je udio kredita u stranoj valuti u ukupnim kreditima zabilježio samo manji pad. Krediti u stranoj valuti u

sve tri države uglavnom su bili denominirani u euro, ali isto tako znatan je dio kredita indeksiran u švicarske franke. Ti su krediti uglavnom bili stambeni i/ili hipotekarni koje je uzimalo stanovništvo. Kasnije su se ta kućanstva morala suočiti s povećanjem nominalne vrijednosti svojeg duga, kao rezultat značajne aprecijacije švicarskog franka (Becker i Četković, 2015).

Fiksni devizni tečajevi i/ili visoka razina euroizacija eliminirala je ili barem ograničila monetarnu politiku kao instrument za protuciklične mjere tijekom krize (Radošević, 2012.). Najveća preokupacija svih vlada u regiji bila je stabilizacija tečaja iz razloga što bi jaka devalvacija valute stavila dužnike i banke (posebno u stranom vlasništvu) pod veliki pritisak. Primjenjivali su procikličnu politiku kako bi se smanjio uvoz kroz smanjenje domaće potražnje. Bosna i Hercegovina i Srbija zatražile su od Međunarodnog monetarnog fonda stand-by aranžman. Posljedica je bila provedba mjera štednje i visokog povećanja inozemnog duga javnog sektora u obje države (CBBH 2013; NBS 2013a). U Hrvatskoj je vođena slična politika s velikim naglaskom na deflaciju plaća (Becker i Četković, 2015).

### 3.2.2. Financijalizacija i izvozna industrijalizacija u Višegrad državama i Sloveniji

U vrijeme jake recesije u transformacijskom razdoblju, druga skupina zemalja u koju spadaju Slovačka, Češka, Mađarska i Poljska (države Višegrada) i Slovenija prošle su kroz žestoku de-industrijalizaciju, ali ipak u manjoj mjeri nego zemlje bivše Jugoslavije. Proizvodnja je ostala važna tijekom 1990-tih godina te je Slovenija jedina država u regiji koja je bila dosljedna provođenju pro-industrijskih politika u tom periodu. Kapital rastuće domaće proizvodnje pretvorio se u relevantnu snagu. Slovenski su sindikati vršili snažan pritisak na proces tranzicije ostvarivši funkcioniranje neo-korporativnih institucija, utječući na oblik privatizacije. Slovenska je vlada uvela blagi oblik kapitalnih kontrola u svrhu sprječavanja aprecijacije valute koja bi im smanjila vanjsku cjenovnu konkurentnost izvoza (Becker, 2007). Osim toga, ova je tečajna politika ublažila vanjsko ograničenje rasta plaća te je donekle utjecala na snagu sindikalnog pokreta. Slovenska vlada pristupila je selektivno prema direktnim stranim investicijama, bankarski je sektor ostao prvenstveno u domaćem vlasništvu te je i dalje većinski udio pripadao državi (Štiblar, 2010). Režim rasta uglavnom je bio vođen industrijom i financiran domaćim/vlastitim kapitalom sve do 2004. godine. Razlog što je financijalizacija postala drugom glavnom značajkom



slovenskog režima rasta jest ulazak u Europsku Uniju, promjenom u neoliberalnu vladu te promjenom nastalih novih politika (Štiblar, 2010).

U državama Višegrada, strategija razvoja manje je definirana nego što je to bio slučaj u Sloveniji tijekom 1990-tih godina. Proces privatizacije bio je glavna gospodarska preokupacija koja je zasjenila sve ostale brige. Industrija je ostala važan sektor u ovoj skupini zemalja, posebice u Češkoj i Slovačkoj. Od kasnih 1990-tih godina, modeli rasta u Višegrad državama postali su jasnije definirani. Modeli rasta oblikovani su prema značajnom priljevu direktnih stranih investicija koji primarno potječu iz zapadne Europe. Zapadnoeuropske proizvođačke tvrtke preselile su svoju masovnu proizvodnju, osobito automobilsku industriju, u zemljama Višegrad. De fakto, države Višegrada integrirane su u različitim obujmima u njemačko izvozno orijentiranom proizvodnom sustavu. Industrijska politika gotovo isključivo se sastojala od privlačenja direktnih stranih investicija. Bankarski i stambeni sektor uglavnom su drugi i treći najvažniji sektor s obzirom na snažne unutarnje direktne strane investicije. Njihov zajednički udio gotovo je bio jednak udjelu proizvodnje, osim u Slovačkoj. Aktivnosti povezane s financijalizacijom bile su drugo ključno područje za ulaganje od strane zapadnoeuropskih kompanija. Politike privatizacije koje je snažno promovirala Europska komisija u pregovorima za ulazak dozvolile su stranim tvrtkama da dosegnu kontrolni udio u bankarstvu u državama Višegrada. U 2006. godini, udio stranih banaka u imovini dosegao je 74,3% u Poljskoj i 97,0% u Slovačkoj. Dok je financijalizacija u Mađarskoj započela već prije 2004. godine, ista je u drugim državama Višegrada dobila puni zamah njihovim ulaskom u Europsku Uniju (Štiblar, 2010).

Tečajni režim bio je puno fleksibilniji u državama Višegrada nego što je to bio slučaj u državama nekadašnje Jugoslavije. U trenucima visokih proračunskih deficita, zabilježena je devalvacija valuta u 1990-tim i ranim 2000-tim godinama. S povećanjem priljeva kapitala nakon ulaska u EU potaknuta je i aprecijacija valuta, posebno u Slovačkoj. Ta je aprecijacija najviše pogodovala stranim investitorima čija je imovina također aprecirana dok je manje koristila za proizvođačke tvrtke, osobito manje i domaće tvrtke. Od zemalja koje su uzete u obzir, do sada su samo Slovenija i Slovačka odlučile uvesti euro kao službenu valutu, a samim time odbacile mogućnost kreiranja svoje vlastite tečajne politike. Slovenija se pridružila euro zoni već početkom 2007. godine te doživjela inozemnu kreditnu ekspanziju u godinama

neposredno prije i nakon usvajanja eura. Stanje proračuna i trgovine znatno se pogoršalo nakon usvajanja eura (Živković, 2012). Slovačka se pridružila euro zoni početkom 2009. godine kada je već počela globalna kriza. Iako su veliki projekti nekretninama bili namijenjeni upravo u Bratislavi, otkazani su zbog krize. Dakle, uvođenje eura nije bilo praćeno kreditnom i stambenom ekspanzijom kao što je to uočeno u Sloveniji. Što su devizni krediti postajali veći u Mađarskoj, to je vlada sve više nastojala održati tečaj stabilnim. Međutim, sporne politike i financijska nestabilnost spriječile su uvođenje eura. Aktualna nacionalna konzervativna Fideszova vlada generalno je više euro-skeptična od prethodne mađarske vlade. U neposrednim godinama prije nastupanja krize, države Višegrada i Slovenija bilježili su proračunski deficit ispod ili oko 5% BDP-a (Becker, Četković, 2015).

#### 3.2.2.1. Temeljna obilježja financijalizacije

Privatni je dug bio relativno nizak u državama Višegrada, posebice privatni dug stanovništva. Dug ne-financijskih tvrtki bio je nešto veći, osobito u Mađarskoj. To je donekle bio rezultat proširenja kredita banaka u pokušaju da se izgradi nacionalna kapitalistička klasa tijekom 1990-tih godina. Takva politika dovela je mnoge banke s velikim udjelom loših kredita. Nastala bankarska kriza bila je jedna od faktora koji su pokrenuli daljnju privatizaciju bankarstva. Slična evolucija bankarstva zabilježena je i u Slovačkoj (Becker i Četković, 2015).

Mađarska je bila prva država u regiji koja je odlučila privatizirati svoje banke već početkom 1990-tih godina. Strane su banke stekle većinski udio u mađarskom bankarskom sektoru u kasnim 1990-tim godinama, dok je eksternalizacija bankarskog vlasništva u drugim zemljama u regiji u to vrijeme tek započela. Banke u Mađarskoj bile su prve koje su masovno počele pružati kredite stanovništvu. Ulaskom u EU 2004. godine kreditiranje stanovništva i nefinancijskih tvrtki snažno se ubrzalo. Kao što se može vidjeti u tablici 5., osim Slovenije, zaduženost kućanstva/stanovništva rasla je brže od zaduženosti nefinancijskih tvrtki do 2008. godine. Dakle, ključni element financijalizacije bila je masovna financijalizacija usmjerena stanovništvu.

U Češkoj i Slovačkoj, stanovništvo je uglavnom koristilo kredite za stjecanje stambenih nekretnina (Tablica 6). U Mađarskoj i Poljskoj stambeni su krediti činili više od 50% u godinama prije krize dok je u Sloveniji zabilježen najniži udio od malo više od 40% u 2008. godini. U većini zemalja, ekspanzija stambenih kredita i brzi rast cijena nekretnina išle su ruku pod ruku. Potrošnja kredita odigrala je najvažniju i najjaču ulogu u Mađarskoj u periodu prije dolaska krize gdje je kontinuirana potrošnja bila u relativnoj mjeri. U Sloveniji su u razdoblju od 2004. do 2008. najviše zaduživala nefinancijska poduzeća u svrhu financiranja svojeg poslovanja (Becker, Četković, 2015).

**Tablica 6.** Struktura kredita stanovništvu prema namjeni u % u razdoblju od 2000. do 2016. godine (zemlje Višegrada i Slovenija)

	Zemlja	2000.	2004.	2008.	2012.	2016
<b>Stambeni krediti</b>	Češka		66,58%	70,26%	71,39%	74,17%
	Mađarska	31,69%	63,75%	50,75%	48,87%	41,23%
	Poljska	13,83%	33,97%	53,16%	48,87%	60,45%
	Slovačka		70,47%	70,32%	74,53%	76,44%
	Slovenija		23,28%	43,38%	56,76%	62,45%
<b>Potrošački krediti</b>	Češka		17,35%	16,47%	13,76%	15,57%
	Mađarska	29,65%	24,24%	44,53%	47,82%	39,66%
	Poljska	54,37%	43,08%	33,66%	24,66%	20,68%
	Slovačka		17,47%	14,67%	14,08%	15,54%
	Slovenija		46,98%	36,85%	26,79%	23,42%

Izvor: samostalna izrada prema podacima središnjih banaka

\*Za Češku uzeti su podaci prema mjesečnom biltenu ČNB-a (Siječanj 2017), krediti privatnom sektoru, str. 9

U većini zemljama druge skupine (Višegrad), depoziti su više manje pokrivali kredite, osim u Mađarskoj i Sloveniji. U Sloveniji, krediti i depoziti bili su uravnoteženi sve do početka kreditne ekspanzije u 2004. godini. Do 2008. godine omjer kredita/depozita pogoršao se na 1,6% što je značilo oslanjanje na vanjsko refinanciranje. U Mađarskoj značajno premašivanje kredita nad depozitima bila je glavna karakteristika još od ranih 1990-tih nadalje. Dakle, banke u stranom vlasništvu u Mađarskoj strukturalno su se oslanjale na vanjsko refinanciranje. Banke su nastale tečajne rizike u velikoj mjeri prebacile na svoje dužnike pružajući im kredite s nižim kamatnim stopama. Udio deviznih kredita u Mađarskoj iznosio je 64,4% u ukupnim kreditima u 2008.

godini (Tablica 7). Andor (2009) ističe kako mađarska vlada nije poduzela nikakve mjere i korake u svrhu suzbijanja prekomjernog deviznog duga iako su međunarodni stručnjaci identificirali valutne supstitucije kao uzrok financijske nestabilnosti. Oblik financijalizacije u Mađarskoj bio je bliži obliku financijalizacije kakvu su imale države jugoistočne Europe nego onome koji su koristile države druge skupine (države Višegrada). Poljska pokazuje trend porasta kako ukupnih tako i deviznih kredita do 2008. godine. Usvajanjem Eura znatno se smanjila razina deviznih kredita u Sloveniji i Slovačkoj. (Becker i Četković, 2015).

**Tablica 7.** Udio deviznih kredita (uključujući kredite s valutom klauzulom) u % u ukupnim kreditima u razdoblju od 2000. do 2016. godine (zemlje Višegrada i Slovenija)

	Zemlja	2000.	2004.	2008.	2012.	2016.
<b>Kućanstva</b>	Češka	16,89%	0,33%	0,09%	0,17%	0,22%
	Mađarska	3,50%	12,63%	66,70%	55,97%	2,46%
	Poljska	10,67%	24,12%	39,69%	35,07%	24,74%
	Slovačka		0,53%	2,69%	0,03%	0,62%
	Slovenija	0,64%	22,48%	18,51%	11,02%	6,28%

Izvor: samostalna izrada prema podacima središnjih banaka

\* Za Češku je prikaz udio deviznih kredita u % u ukupnim kreditima bez kredita s valutom klauzulom prema statističkim podacima ČNB-a

\* Za Mađarsku je također prikazan udio deviznih kredita u % u ukupnim kreditima bez kredita s valutom klauzulom prema statističkim podacima MNB-a

Iz tablice 7 moguće je primijetiti kako je najveći udio deviznih kredita u % u ukupnim kreditima pripao Poljskoj gdje je u 2016. godini iznosio 24,74%. Za razliku od Poljske, u svim drugim analiziranim zemljama udio deviznih kredita u % u ukupnim kreditima bio znatno manji. Globalna kriza utjecala je na proces financijalizacije u državama Višegrada i Sloveniji na način da ga je podijelila na dva dijela. U Češkoj, Slovačkoj i Poljskoj gdje su depoziti više - manje pokrivali kredite te je većina kredita denominirana u domaću valutu nastavila se masovna financijalizacija od 2009. godine, iako znatno sporijim tempom (tablica br 6). U tim državama krediti nefinancijskim poduzećima bilježili su blago smanjenje ili stagnaciju. S obzirom na nesigurnu i nestabilnu okolinu, investicije su smanjene pa je time i potražnja poduzeća za kreditima bila prilično ograničena. U Sloveniji i Mađarskoj, krediti stanovništvu i nefinancijskim poduzećima značajno su se smanjili, posebice u Mađarskoj. Obje su države suočile sa smanjenjem kreditne aktivnosti. Između 2012. i 2013. godine, međunarodna bankarska izloženost prema bankama u Mađarskoj i Sloveniji ugovorna je posebno oštro (Bečka inicijativa, 2013). To je podrazumijevalo kreditne restrikcije u Sloveniji što je također utjecalo i na proizvodne sektore. U Mađarskoj, dužnici deviznih kredita i banke suočili su se s velikim pritiskom zbog deprecijacije forinte, osobito prema švicarskom franku. Stoga, financijalizacija je u jačoj mjeri pogodila Mađarsku nego Sloveniju.

#### 3.2.2.2. Oblici financijalizacije, kriza i anti-krizna politika

Oblik i veličina financijalizacije ostavila je vidljiv utjecaj na sadašnju krizu. U Češkoj, Poljskoj i Slovačkoj, veliki pad izvoza krajem 2008. i početkom 2009. godine imao je najjači utjecaj na gospodarstva. Nakon toga, došlo je do privremenog oporavka koji je bi povezan sa oporavkom njemačkog izvoza. Međutim, oporavak je bio ograničen zbog vladine politike štednje koja se provodila u Češkoj i Poljskoj (Becker,2013).

U ranoj fazi krize (2008/2009) Poljska i Češka manje su osjetile krizu nego što je to osjetila slovačka ekonomija. To se mjestimično može prepisati deprecijaciji poljske zlate i češke krune na koju je kriza imala utjecaja dok Slovačka nije bila u mogućnosti devalvirati svoju valutu zbog usvajanja eura. Poljska je najmanje osjetila utjecaj krize u odnosu na ostale države u regiji zbog veće uloge domaćeg tržišta i ekonomskih politika koje su ostale stimulirajuće na početku krize unatoč suprotnim prognozama.

Te tri zemlje uspjele su zadržati prostora za provođenje kontra ciklične (kontrakcijske) koja se u početku koristila za blage stabilizacijske mjere.

Osim što su bilježile privremeni pad izvoza, Slovenija i Mađarska imale su i otežani pristup vanjskom financiranju i odljevima kapitala. Njihov je oporavak bio kratkotrajan i slab dok su stagnacija i recesija ostale snažne. Mađarska je bila prva zemlja koja je zatražila pomoć od Europske unije i Međunarodnog monetarnog fonda 2008. godine. Glavni prioritet tadašnje socio-liberalne vlade bio je ponovno stabilizirati tečaj kako bi se smanjio pritisak na srednji sloj društva koji se zadužio u stranoj valuti. Program je sa sobom povlačio „klasične“ mjere štednje (Becker i Lesay, 2012). Nacionalni konzervativni neoliberali koji su došli na vlast 2010. godine izmijenili su pravila do neke mjere. U svrhu zaštite ciljane skupine, u ovom slučaju to je gornja srednja klasa, vlast je ušla u ograničen konflikt s bankama u stranom vlasništvu omogućujući svojim dužnicima da otkupe dug po tečaju koji je bio u razdoblju prije krize. Mađarska je vlada bila jedina koja je aktivno rješavala problem kredita u stranoj valuti. Imala je više slobodnog prostora za manevriranje od vlada iz država Jugoistočne Europe iz razloga što je proces financijalizacije bio samo jedan od stupova modela rasta prije krize (Becker i Četković, 2015).

Slovenska vlada u početku nije odmah primjenjivala stroge mjere štednje. No, kako se kriza pojačavala tako su i mjere bile jače. Vlada Janeza Janše pozvala se na krizu kako bi se nametnula radikalizacija štednje i politike privatizacije suočavajući se na taj način sa socijalnim otporom, u početku posebno od strane sindikata (Becker i Četković, 2015). Suočena s odborom socijalne mobilizacije i optužbama za korupciju, vlada Janše Janeža raspala se početkom 2013. godine. Sljedeća vlada lijevog centra također je nastavila ključne politike svojih prethodnika poput ubrzane privatizacije ključnih poduzeća. U Sloveniji, glavni ekonomski problem bili su krediti privatnom sektoru za razliku od Mađarske gdje se kao ključni ekonomski problem javljaju devizni krediti (Becker i Četković, 2015).

### 3.2.3. Financijalizacija u Hrvatskoj i Sloveniji

Od 1990-tih godina, financijalizacija jest povezana sa strukturnim promjenama u bankama na području Europske Unije u pojedinim spajanjima i akvizicijama u bankarskom sektoru EU (i s posljedičnim povećanjem prosječne veličine banaka) te masovne ekspanzije EU banaka na tržište prijašnjih tranzicijskih zemalja. Kako se model rasta u Hrvatskoj, Bosni i Hercegovini i Srbiji temeljio na zaduživanju privatnog sektora, porast duga bio je potpomognut je stranim bankama koje su ušle na ta tržišta te je tada započela kreditna ekspanzija (Ćetković, 2011). Prema Gaboru (2010) financijalizacija jest „pomak od „strpljivog kapitala“ (Crotty, 2003) prema kratkoročnoj težnji za razlikom prinosa“. Gabor (2010) tvrdi da je financijalizacija u istočnoj Europi povezana s kratkoročnim poslovima financijskih tržišta zbog interakcije središnje banke i poslovnih banaka u kontekstu liberalizacije kapitalnih računa. Naime, praksa komercijalnih banaka u istočnoj Europi općenito je postala špekulativna i kratkoročna koja je bila olakšana zbog stranog vlasništva banaka u jugoistočnoj Europi, što je samo olakšavalo inozemno bankarsko zaduživanje. Fokusiranje na monetarni sektor kroz neoliberalne poglede spomenutih institucija olakšao je proces financijalizacije. Becker (2012) karakterizira baltičke i jugoistočno europske zemlje kao financijalizirano ovisne zbog svojih monetarnih režima.

Utjecaj financijalizacije u Hrvatskoj i Sloveniji vidljiv je kroz tri kanala koje Palley (2007), generalno, definira kao financijska tržišta, korporativno ponašanje i ekonomsku politiku. Međutim, njihovi ekonomski sustavi nisu razvijeni poput onog u SAD-u te stoga ni učinci nisu bili jednaki. Proces financijalizacije započeo je 1970-tih godina (Duda, 2010) te je jedan od faktora koji su pridonijeli gospodarskoj krizi u tadašnjoj Jugoslaviji 1980-tih godina, no zabrinjavajući trendovi pojavljuju se 1993. godine u Hrvatskoj i tek 2004. godine u Sloveniji. Iako se sadašnja kriza ne može opisati samo kao financijska kriza, upravo su financijski faktori su ti koji je produbljuju i produžuju. Neposredno prije krize bila je prisutna kreditna ekspanzija i porast zaduženosti koju je ekonomska teorija prepoznala kao uvod u kasniju financijsku krizu (Ćetković, 2015).

Da bi se objasnio funkcioniranje tih ekonomija moguće je koristiti „Varieties of Capitalism (VoC)“ teoriju koja objašnjava kapitalistička društva na osnovnim

institucionalnim komplementarnostima između nekoliko struktura nekog gospodarstva koje su važne za poslovanje tvrtki (Ćetković, 2015). Financijski sustav uz korporativno upravljanje omogućuje dugoročno financiranje poduzeća. Da je ova tvrdnja istinita potvrdila je unutarnja struktura poduzeća, odnosi među poduzećima, sustav industrijskih odnosa te sustav obrazovanja i osposobljavanja. To čini razliku između koordiniranih tržišnih gospodarstva (*coordinated market economies - CMEs*) i liberalnih tržišnih ekonomija (*liberal market economies - LMEs*) koji respektivno odgovaraju banko-centričnim gospodarstvima i tržišno orijentiranim gospodarstvima. U „liberalnim tržišnim gospodarstvima“, tvrtke koordiniraju svoju aktivnost primarno putem hijerarhija i konkurentnim tržišnim aranžmanima dok u „koordiniranim tržišnim gospodarstvima“ tvrtke su znatno ovisnije o netržišnim odnosima kako bi koordinirali svoje napore s drugim sudionicima i izgradili svoje temeljne kompetencije (Ćetković, 2015). Međutim, VoC je izgubio svoju opisnu snagu zahvaljujući činjenici da su financijski sustavi globalno integrirani (Streeck, 2010). Neki od ekonomski stručnjaka smatraju kako bi se možda trebale tražiti sličnosti kapitalističkih društava umjesto razlika iz razloga što je financijska struktura postala poprilično slična i u uspješnim i neuspješnim tranzicijskim ekonomijama.

Engelen i Konings (2010) ističu kako se središnja razlika između banko-centričnih gospodarstava i tržišno orijentiranih gospodarstava može održati samo ako se financijski sustav vrednuje u smislu njegove sposobnosti za promicanje industrijskog rasta i konkurentnosti.

Neki autori okarakterizirali su Sloveniju kao CME (Feldmann, 2006 i Buchen, 2007). Cvijanović i Redžepagić (2011) ističu ne – ekonomske elemente u Hrvatskoj ekonomiji označavajući ga kao klijentističko gospodarstvo. No, nakon dualističkog VoC okvira, osobito prije krize, obje, Hrvatska i Slovenija mogle bi se opisati kao koordinirane tržišne ekonomije ili ako se promatra sa perspektive financijskog sustava, kao banko-centrična gospodarstva (Foeretos, 2001; Hall i Soskice, 2001; Crouch, 2005; Nolke i Vliegenthart, 2009; i Schimdt, 2009). Zbog razorne prirode financijalizacije, financijski sustavi ne funkcioniraju više tako tečno kao prije, niti financijski sektor ne financira realni sektor kao što je nekad. Dakle, nestabilnost koju su uzrokovali financijski faktori u hrvatskom i slovenskom gospodarstvu znači da se obje zemlje mogu odrediti kao zemlje koje koriste modelom – rast vođen



financiranjem. Kasnije, takav sistem mogao bi se definirati kao sustav u kojem su financije usklađene s funkcioniranjem gospodarstva koji proizvodi ekonomski rast. Hrvatska i Slovenija suočile su se s različitim oblicima financijalizacije, no rezultati krize bili su slični (Cvijanović, 2011).

I Hrvatska i Slovenija imale su neke od tipičnih pokazatelja financijalizacije. Zabilježen je veliki udio investicija u BDP-u u 2008. godini, gdje je Hrvatska bilježila 31% , a Slovenija 32% (IMF, 2014). To se reflektiralo u snažnom porastu privatnog duga u prethodnim godinama. Investicije su zabilježile pad na 18% i 17% u 2013. godini (IMF, 2014) što se naknadno pokazalo u visokom omjeru loših kredita kao postotak BDP-a. Stanovništvo se moralo suočiti s padom plaća (u BDP-u) u posljednjih nekoliko godina, koji je izazvao smanjenje potrošnje (Cvijanović i Kešeljević, 2015). U 2016. godini udio domaćih investicija u postotku BDP-a u Hrvatskoj iznosio je 18,7% (IMF, 2017).

U Hrvatskoj, proces financijalizacije intenzivirao se početkom Stabilizacijskog programa 1993. godine čiji je osnovni instrument politike bila monetarna politika čiji je cilj bio cjenovna i tečajna stabilnost. To je potaklo zaduživanje stanovništva i drugih sektora što je znatno pridonijelo porastu vanjskog duga. S obzirom na praksu poslovnih banaka pružanja kredita stanovništvu, koji su bili denominirani u stranim valutama, ponajviše u švicarskim francima (uglavnom hipotekarni krediti, krediti za kupnju motornih vozila i gotovinski krediti), veći dio stanovništva pretrpio je velike padove u realnim dohocima. Nisu bili izloženi samo prevelikom porastom vrijednosti švicarskog franka, već i sumnjivim praksama poslovnih banaka koje su uključivale nejasno postavljanje kamatne stope (Rodik, 2012).

Radošević (2012) navodi kako pro ciklična fiskalna i monetarna politika ne samo da je uzrokovala krizu u Hrvatskoj otkad je u razdoblju između 2002.-2008. godine omogućila pretjerani rast bankovnih kredita i stvaranje mjehurića koji se kasnije raspuknuo već ju je i produžila. Sklonost hrvatskog gospodarstva krizi proizlazi iz nemogućeg trojstva zbog gotovo fiksnog tečajnog režima hrvatske valute i nedostatka kapitalnih kontrola. U takvim je uvjetima monetarna neovisnost dovedena je u pitanje te euroizacija olakšana, što je povećalo financijske rizike. Slijedeći pravila koje su postavili Caprio i Clingebiel (1996), Četković (2011) otkriva kako je postojala

ekspanzija kreditiranja u razdoblju od 2002.-2006. godine, gdje je realna stopa kredita premašila realnu rast BDP-a za više od dva puta. Drezgić (2012) kaže kako je fiskalnu konsolidaciju teško očekivati na prihodovnoj strani zbog visokog poreznog pritiska. Djelotvornost vladine politike bila je neučinkovita, posebno u trenutku kada je kriza nastupila. Prvo, kako Kesner-Škreb (2014) naglašava sustav državne potpore nije bio reformiran, koja je uglavnom sektorska, a njegova glavna svrha trebala je pružiti podršku poduzećima koji se suočavaju s uobičajenim gubicima. Iako je državna potpora bila pro ciklična, postotak državne podrške u BDP-u porastao je od 2005.-2007. godine i smanjio se u periodu od 2007.-2012. godine. Drugo što ističe Kesner-Škreb (2012) jest pokušaj da se podrže poduzeća u pred-stečajnom razdoblju kroz donošenje novog Zakona o financijskom poslovanju i pred-stečajnoj nagodbi u 2012. godini. Međutim, nekoliko promjena Zakona u kratkom vremenu isto kao i nejasnoće u pre-stečajnom procesu (zbog neproporcionalne snage vlade u odnosu na sudove) svjedoče o tome kako Zakon ne pruža optimalna rješenja problema poduzeća u financijskim poteškoćama (Marković, 2014).

Financijski faktori s jedne strane te politički faktori s druge strane rezultirali su dugotrajnom stagnacijom (depresijom) u obje zemlje. Dodik i Herr (bez datuma) proučavali su povijesne studije posebice dugotrajnih slučajeva stagnacije kao što su dužnička kriza u Latinskoj Americi 1980-tih godina, Velika Depresija i slučaj stagnacije japanskog gospodarstva u prethodna dva desetljeća. Nakon istraživanja navedenih slučajeva krize, pronašli su četiri zajednička elementa u sva tri slučaja:

- 1.) Loši odnosno nenaplativi krediti ometaju normalno funkcioniranje i financijskih institucija i tvrtki te ih je iz tog razloga potrebno eliminirati iz svoje portfelja,
- 2.) u ovakvim slučajevima postoji velika mogućnost deflacije,
- 3.) potrebno je institucionalno očuvanje stabilnosti na međunarodnoj razini, posebice ako je kriza obuhvatila nekoliko zemalja istovremeno.

Cvijanović i Kešeljević (2015) navode kako su upravo ti faktori uzrokovali stagnaciju u Hrvatskoj i Sloveniji. Bankovni loši krediti u ukupnim kreditima naglo su porasli s 5,8% u 2009. godini na 18,0% u 2013. godini. Također, ovaj je indikator pokazao slične zabrinjavajuće trendove za Hrvatsku gdje je iznosio 7,7% u 2009. godini te porastao na 15,4% u 2013. godini (Svjetska banka, 2014). U slovenskom

korporativnom sektoru situacija je bila još gora, gdje su nenaplativi krediti dosegli do 28% u studenom 2010. godine te su bili karakteristični kako za velika poduzeća tako i za državne tvrtke (Cvijanović i Kešeljević, 2015).

Donedavna kriza u Sloveniji imala je sustavne uzročnike čvrsto vezane uz financijalizaciju. Ulazak u EU već u 2004. godini i Europsku monetarnu uniju 2007. godine olakšao je rast kreditiranja u stranoj valuti s snažnim porastom zaduženosti korporativnog sektora (IMF, 2012). Financijalizacija na korporativnoj razini postala je vidljiva nakon 2004. godine. Uspon na korporativnoj razini bio je potaknut od strane nekih od menadžera kako bi dobili kontrolni udio nekih od najvećih slovenskih tvrtki (primjerice Pivovara Laško) preko menadžment „buy-out“ ponuda. Kredite su uglavnom davale državne banke, a dionice ciljanih kompanija uzete su kao jamstvo za kredite. S obzirom da je ekonomska kriza utjecala na značajan pad tržišne kapitalizacije na Ljubljanskoj burzi, dionice su se ispostavile nedovoljnima za jamstvo za kredite. Stoga, započelo je iscrpljivanje resursa iz tvrtki te menadžeri više nisu bili u mogućnosti otplaćivati svoje kredite. Posljedica takvog „casino“ kapitalizma jest prezaduženost brojnih slovenskih poduzeća s jedne strane i teret loših (uglavnom unutar državnih banaka) s druge strane (Rodik, 2012).

Takva kreditna kriza produbila je recesiju. Zuokui (2013) navodi četiri uzroka ekonomske krize u Sloveniji. Prvo, identificira državno vlasništvo i neizravnu kontrolu nad kreditnim aktivnostima nekih od slovenskih banaka koje definira kao loše korporativno upravljanje. Drugi uzrok odnosi se na prekomjerno oslanjanje na sektor nekretnina koje je izazvalo poskupljenje cijena, a sve su potaknuli bankarski krediti. Kao treći uzrok navodi probleme s održivošću javnih financija, dok se posljednji odnosi na neučinkovitu vladinu politiku za suzbijanje krize, uz negativne učinke europske krize.

Cvijanović i Kešeljević (2015) navode kako su bila najmanje dva problema na koji se način vodila ekonomska politika u Sloveniji u krizno vrijeme. Jedan od njih povezan je s pro cikličnom fiskalnom i monetarnom politikom koja je poslužila kao plodno tlo za krizu u Sloveniji. Drugi se problem odnosi na vladin neuspjeh provedbe mjera spašavanja. S jedne strane, porez na dohodak i porez na dobit su smanjeni, no s druge strane nije bilo odgovarajućeg smanjenja državne potrošnje (ni u apsolutnom ni u relativnom smislu). Rast državnih izdataka doveo je do povećanja fiskalnog

deficita od 3% u odnosu na BDP. Pregrijavanje ekonomije potpomognula je i središnja banka Slovenije. Izdavanje kredita premašilo je depozitnu bazu koje je izazvalo rast inozemnog duga bankarskog sektora. Prekomjeren rast kredita za korporativna ulaganja građevinskog sektora i sektora nekretnina poduprt je priljevima kapitala iz inozemstva (Zuokui, 2013). U razdoblju od 2012.-2013. godine, pro ciklična fiskalna politika produbila je krizu. Navedeno stanje dokazivale su činjenice poput povećanja državnih izdataka, pad izvoza, nesigurna ulaganja te smanjenje potrošnje koje je potaknulo dvostruku recesiju s padom od 2,5% od BDP-a u 2012. godini i kasnije s padom od 1,1,% u 2013. godini (Eurostat, 2014). Svjetska banka, Međunarodni monetarni fond i Europska komisija posebno su naglasili negativne i štetne učinke fiskalne konsolidacije. Drugi problem koji navode Cvijanović i Kešeljević (2015) jest neuspjeh slovenske vlade da spasi barem svoje državne banke. Ističu kako je navedena situacija u potpunoj suprotnosti s slučajem SAD-a u gdje su imali masovni program spašavanja posrnutе automobilske industrije i financijskog sektora ili pak njemačke i francuske vladine ekonomske politike za subvencioniranje automobilske industrije. Kao posljedica ne-interveniranja, slovenska se recesija produžila i nacionalna se ekonomija morala suočiti s troškovima visoke nezaposlenosti i manjim gospodarskim rastom sa negativnim utjecajem na državni proračun.

Kreditni rejting Slovenije prije nastanka zadnje financijske krize, najviše zbog uvođenja eura kao vlastite valute, podignut je na razinu koji je omogućavao vrlo niske kamate, međutim i pretjerano zaduživanje. Dolaskom krize, posebice krize u eurozoni slovenski kreditni rejting smanjen je četiri puta te se počeo stabilizirati tek nakon financijske injekcije krajem 2013. godine, a isto tako poduzete su i mjere za smanjivanju javnog duga u BDP-u radi stabilizacije javnih financija (Hina, 2017). Danas se kreditni rejting Slovenije postepeno povećava. Deset godina (1.siječnja 2017.) nakon uvođenja eura, životni troškovi u Sloveniji povećani su za 20,2%, trećinu od prosječnog porasta inflacije u eurozoni, ali su znatno rasle i prosječne plaće, za gotovo 30 posto (Hina, 2017).

Cvijanović i Kešeljević (2015) smatraju kako je rast kredita u posljednjem desetljeću u Sloveniji bio poprilično jak. Brzi rast zaduženosti u Hrvatskoj i Sloveniji nije bio izuzetak u Europskoj uniji. Međutim, bankovni loši krediti u ukupnim kreditima dosegli

su razinu koja je bila usporediva samo s nekoliko članica EU. Iako je obje zemlje zahvatila teška i dugotrajna kriza ni jedna od njih nije zaključila ugovor s MMF-om niti je bila u programu spašavanja.

Ako postoji jedan faktor koji bi bio ključan za održivost post-socijalističkih zemalja onda bi to bila njihova ukupna sposobnost da postanu, kako ga Bohle i Greskovits (2012) nazivaju održiva kapitalistička demokracija. Ovi su autori izdvojili šest pokazatelja koji pomažu pri određivanju ukupne pozicije i sposobnosti za svaku političku ekonomiju. To su vladina odgovornost, korporativizam, socijalna država, makroekonomska koordinacija, tržišna učinkovitost i demokracija. Dok je Slovenija dokazala da je najsposobnija od svih jedanaest istočnoeuropskih država Europske unije, Hrvatska je okarakterizirana kao slabo gospodarstvo. Razlog za takvu karakterizaciju jest upravo nejasna ekonomska politika za razliku od drugih zemalja, osim Bugarske i Rumunjske koje dijele iste karakteristike (Bohle i Grekovits, 2012). Kako posljednja kriza nije bila uobičajena recesija, već duboka depresija koja je promijenila samu prirodu funkcioniranja gospodarskog sustava i dovela mnoge u neizvjesno stanje, može se reći da je u takvim trenucima sposobnost javne uprave da djeluje, jedna od najvažnijih uloga. Prema svjetskim pokazateljima Svjetske banke, Slovenija je imala bolju upravu u svih šest pokazatelja u svim godinama periodu kada se mjerenje vršilo (1996.-2012.). Ti indikatori su glas i odgovornost, politička stabilnost i odsustvo nasilja/terorizma, vladavine prava i kontrola korupcije (Svjetska banka, 2014).

Međutim, sposobnost javnog sektora da reagira u kriznim vremenima bila je ozbiljno ugrožena zbog utjecaja značajnih promjena kao rezultat krize u Europi. U pravilu, zemlje koje su imale visoke deficite u javnim proračunima našli su se pod pritiskom za uvođenje novih promjena u javnom sektoru koji je često imao negativne učinke. Cvijanović i Kešeljević (2015) prema Vaughan-Whitehead (2012) kažu kako su u Hrvatskoj strukturne reforme i kvalitativne promjene u javnom sektoru u periodu između 2000. i 2011. bile veoma male. Kvaliteta socijalne komponente koja se pokazala iznimno bitnom u EU tijekom krize, u Hrvatskoj je bila ugrožena.

U situaciji kad se očekuju brzi i odlučni makroekonomski potezi, oni su određeni ukupnom vladinom sposobnosti zbog svojih inherentnih karakteristika ili vanjskih

ograničenja. Stoga ovisnost ekonomskih sustava u Hrvatskoj i Sloveniji, u smislu nemogućnosti ekonomske politike da promijeni model rasta u tekućim trenucima, usko je povezana uz proces financijalizacije (Cvijenović i Kešeljević, 2015).

#### 4. FINANCIJALIZACIJA, FINANCIJSKI RAZVOJ I GOSPODARSKI RAST

U posljednjih nekoliko desetljeća, sve se veća pozornost pridaje odnosu između financijskog razvoja i gospodarskog rasta. Međutim, postoje razilaženja u mišljenjima stručnjaka kakvu ulogu financijski sustav zauzima u gospodarskom rastu (Hassan i ostali, 2010). Primjerice, Levin (1997) smatra da financijski posrednici poboljšavaju ekonomsku učinkovitost te rast u konačnici na način da alocira ili raspodjeljuje kapital u najproduktivnije svrhe. Lucas (1998) tvrdi kako je uloga financijskog sektora prenaplašena. Bez obzira na suprotna stajališta, moderna teorijska literatura o odnosu između financijskog razvoja i gospodarskog rasta kombinira endogene teorije rasta i mikroekonomije financijskih sustava (Hassan, Sanchez, Jung-Suk Yu, 2010. prema Grossman & Helpman, 1991.; Khan, 2001.; Lucas, 1988.; Pagano, 1993.; Rebelo, 1991.; Romer, 1986).

Fitzgerald (2006) navodi kako su financijski razvoj i ekonomski rast usko povezani te da je njihov odnos zaokupirao misli od Smitha do Shumpetera, iako su kanali, čak i smjer uzročnosti i dalje ostali nerazjašnjeni u oba smisla, i teorijski i empirijski.

U tablici 8 prikazan je financijski razvoj prema dohodovnoj grupi zemalja prema Svjetskoj banci (2001). Prema tablici moguće je zaključiti kako je veća financijska dubina (odnosno viši omjeri ukupne financijske imovine prema nacionalnom inputu ili outputu) povezana s višim razinama produktivnosti, a time i višim dohotkom po glavi stanovnika. Također, kasnije je povezana i s naprednijom financijskom strukturom koja čini pomak od bankovnih do nebankovnih financijskih posrednika koji vode do burza (Fitzgerald, 2006).

**Tablica 8.** Financijski razvoj prema dohodovnoj grupi zemalja 1990-tih godina (kapitalizacija imovine) kao % BDP-a

	Banke	Ne – bankovne financijske institucije	Burze
Države s visokim dohotkom	81	41	33
Države s višim srednjim dohotkom	40	21	11
Države s nižim srednjim dohotkom	34	12	12
Države s niskim dohotkom	23	5	4
<b>UKUPNO</b>	<b>178</b>	<b>79</b>	<b>60</b>

Izvor: samostalna izrada prema Fitzgerald (2006) i Svjetskoj banci (2001)

Prema McKinnon (1973) liberalizacija financijskih tržišta omogućuje financijsko produbljanje što reflektira sve veću uporabu financijskog posredništva od strane štediša, investitora i monetizacije gospodarstva te omogućuje učinkovit protok sredstava među ljudima i institucijama tijekom vremena.

Fitzgerald (2006) navodi da se očekuje da učinkovitost isto kao i razina ulaganja raste s financijskim razvojem kako i sama liberalizacija promiče. Razvoj financijskog sustava olakšava portofolio diversifikacije za štediše smanjujući rizik te nudi više mogućnosti investitoru u porastu povrata. King i Levin (1993) slažu se da je druga važna funkcija financijskog sustava prikupljanje i obrada podataka o povećanju produktivnosti u investitorskim projektima na troškovno učinkovit način čime se smanjuju troškovi ulaganja za individualne investitore. Produktivni kapacitet gospodarstva ovisi o kvaliteti isto kao i količini ulaganja i iskorištenosti kapaciteta.

Nadalje, Fitzgerald (2006) izdvaja tri osnovne karakteristike financijskih sustava koje se sad smatraju učincima ovih pet funkcija na gospodarski rast:

- razina financijskog posredovanja,
- djelotvornost financijskog posredovanja i
- sastav financijskog posredovanja.

Razina financijskog posredovanja predstavlja veličinu financijskog sustava u odnosu na gospodarstvo koja je važna za svaku od funkcija financijskog sustava. Veći financijski sustav omogućava iskorištavanje ekonomije razmjera iz razloga što postoje značajni fiksni troškovi u radu financijskih posrednika. Kako se sve više pojedinaca pridružuje financijskim posrednicima, kasnije mogu raspolagati boljim informacijama s pozitivnim implikacijama (kao eksternalije) za rast, kanal istaknut u nekim od ranijih teorijskih modela financijskog razvoja (Greenwood i Jovanović, 1990; Bencivenga i Smith (1991)). Također, veći financijski sustavi mogu olakšati kreditna ograničenja: što je veća mogućnost tvrtke da posudi sredstva, veća je vjerojatnost da profitabilne investicijske mogućnosti neće biti zaobiđene. Veliki bi financijski sustavi trebali biti učinkovitiji u alokaciji kapitala i kontroli korištenja sredstava ako postoje značaje ekonomije razmjera u ovoj funkciji (Fitzgerald, 2006). Financijski sustav ima važnu ulogu u transformaciji i preraspodjeli rizika u ekonomiji. Širenje financijskog sustava za više pojedinaca biti će bolja preraspodjela rizika, što



pak može potaknuti investicijsku aktivnost u oba kapitala, i ljudski i fizički, što dovodi do veće stope rasta (Fitzgerald, 2006).

Kao drugu karakteristiku Fitzgerald (2006) ističe učinkovitost financijskog posredovanja. Smatra da kanali koji su povezani s veličinom financijskog sustava pretpostavljaju visoku kvalitetu financijskog posredovanja. Međutim, također kaže kako njegova učinkovitost ne može biti mjerodavna/vjerodostojna iz razloga što je prikupljanje informacija jedna od njihovih osnovnih funkcija. Ističe kako asimetrične informacije, eksternalije na financijskim tržištima i nesavršena konkurencija mogu dovesti do sub-optimalne razine financiranja i ulaganja, neučinkovite alokacije kapitala ili imati druge neželjene posljedice poput bankovnog natjecanja, prijevare ili nelikvidnosti koje su štetne za gospodarski rast. Neki od tržišnih nedostataka najbolje se mogu rješavati kroz odgovarajuće nadzore javnih tijela, ali pravna i institucionalna pozadina (uključujući i politiku tržišnog natjecanja) također mogu potaknuti učinkovitost financijskih tržišta te time doprinijeti gospodarskom rastu (Fitzgerald, 2006).

Treća, ujedno i posljednja karakteristika jest sastav financijskog posredovanja koju Fitzgerald (2006) objašnjava kao dva važna pomaka u sastavu financijskog posredovanja koja se odnose na dospijeće raspoloživog financiranja i rast tržišta kapitala i institucionalnih investitora kao što su mirovinski fondovi i osiguravajuća društva.

Starije istraživačke studije King i Levin (1993), a nakon toga i rad Levine i Zervos (1998), Levine (2000), Levine et al. (2000) i Beck i Levine (2001) identificiraju tri pokazatelja razvoja financijskog sektora koje najbolje objašnjavaju razlike u gospodarskom rastu između zemalja tijekom dugog vremenskog razdoblja: bankarski krediti privatnom sektoru, tržišnu aktivnost (procijenjenu po stopi prometa ili omjera trgovinske vrijednosti u BDP-u te značajke pravnog sustava, kao što su obujam dioničara i zaštita vjerovnika (Fitzgerald, 2006).

Levine (2000) navodi da utjecaj financijskog razvoja na gospodarski rast uglavnom djeluje kroz ukupne faktorske produktivnosti, a ne preko akumulacije kapitala ili štedne stope. Aghion i suradnici (2004) tvrde da financijski razvoj objašnjava postoji li konvergencija ili ne, ali da ne pokazuje izravan utjecaj na stabilan gospodarski rast.

Fitzgerald (2006) navodi kako su druge studije pokazale pozitivan odnos između bankovnih kredita i gospodarskog rasta. Ističe da su Gavin i Hausmann (1996) otkrili kako visoki omjeri bankovnih kredita u BDP-u u Latinskoj Americi povezani s manje štetnim volatilnostima na dugoročan rast.

Prema Levinu (2005) financijske institucije i tržišta mogu potaknuti gospodarski rast kroz nekoliko kanala:

- olakšavanje razmjene dobara i usluga kroz pružanje usluga platnog prometa,
- mobiliziranje i udruživanje ušteda od velikog broja investitora,
- stjecanje i obrade informacija o poduzećima i mogućih investicijskih projekata čime alociraju uštede u njihove najproduktivnije svrhe,
- kontrola investiranja i provođenje korporativnog upravljanja te
- diversifikacija i povećanje likvidnosti.

Hassan i ostali (2010) ističu kako se važan dio autora slaže da postoji povezanost i odnos između financija i gospodarskog rasta. Međutim, postoje neslaganja vezanih o smjeru uzročnosti. S jedne strane, neki autori imaju teorijske i empirijske studije koje pokazuju uzročni smjer od financijskog razvoja prema gospodarskom rastu. McKinnon (1973), King i Levine (1993), Levine i sur. (2000), i Christopoulos and Tsionas (2004) podržavaju ovu tvrdnju. S druge strane, jedan dio stručnjaka tvrde kako smjer ide od gospodarskog rasta ka financijskom razvoju, odnosno da gospodarski rast potiče financijski razvoj. Budući da gospodarstvo raste, postoji sve veća potražnja za financijskim uslugama što izaziva ekspanziju u financijskom sektoru. Ovaj stav podržavaju Gurley i Shaw (1967), Goldsmith (1969), i Jung (1986). Treća skupina autora pak smatra da je uzročni smjer dvosmjerni, da se financijski razvoj i gospodarski rast međusobno pojačavaju. Hassan i ostali (2010) navode kako je Patrick (1966) postavio faze razvoja hipoteze. U ranoj fazi, uzročnost ide od financija pa prema gospodarskom rastu, a u kasnijim fazama uzročnost započinje od gospodarskog rasta prema financijskom razvoju. U ranoj fazi gospodarskog rasta, financije uzrokuju rast izazivajući pravo stanje kapitala (*eng. per capita capital formation*). Kasnije, kada je gospodarstvo u fazi rasta, bit će i sve veća potražnja za financijskim uslugama, što izaziva ekspanziju u financijskom sektoru isto kao i u realnom sektoru. Ta činjenica implicira da je gospodarski rast potaknuo financije. Blackburn and Huang (1998) također su postavili pozitivnu dvosmjernu

uzročno-posljedičnu vezu između rasta i financija. Prema toj analizi, privatni informirani agenti dobili su opciju za vanjsko financiranje svojih projekata kroz poticajne kompatibilne kreditne ugovore, koji su provedeni kroz skupe aktivnosti praćenja koje zajmodavci mogu delegirati financijskim posrednicima (Delić i Rogić-Dumančić, 2017).

Khan (2001) također je postavio pozitivnu dvosmjernu uzročnost između financijskog razvoja i gospodarskog rasta. On je pretpostavio da kada je posuđivanje ograničeno, proizvođači koji imaju pristup kreditima od financijskih posrednika imaju veći povrat, što stvara poticaj za druge da iskoriste tehnologiju potrebnu za pristup investicijskim kreditima, što za uzvrat smanjuje troškove financiranja i povećava ekonomski rast.

Caporale i ostali (2009) navode kako je reforma financijskog sektora u srednjoj i istočnoj Europi započela reformom bankarskog sektora i kako je njezina transformacija jedan od najvažnijih aspekata procesa tranzicije s planske na tržišnu ekonomiju. Bankarski je sustav ubrzo postao jedan od najdinamičnijih sektora ekonomije. Proces je započeo u ranim 1990-tim godinama, kada su strane banke počele ulaziti u regiju. Od 2004. godine te banke predstavljaju većinski udio u svim zemljama srednje i istočne Europe.

Tranzicija gospodarstva generirala je makroekonomsku nestabilnost i učinila svaki bankarski kredit jako rizičnim. Tijekom 1990-tih godina povećanje zaliha loših bankarskih kredita dovelo je do bankarske krize u mnogim tranzicijskim zemljama. Dionica loših kredita razvila se dijelom kao rezultat postupnog prepoznavanja kvalitete postojećih odnosa u bankama koje su u državnom vlasništvu, a dijelom i zbog nastavka loše kreditne politike. Privatizacija banaka u državnom vlasništvu i sudjelovanje stranih strateških ulagatelja u bankarstvu predstavila je učinkovite načine za rješavanje tih problema. Stoga, napredak u bankarskom sektoru u zemalja srednje i istočne Europe doveo je do manje količine loših kredita.

Strane banke odigrale su važnu ulogu u razvoju financijskog sustava u CEE zemljama povećanjem raspoloživosti kredita, tehnologije transfera i konkurencije. Oni su bili inovativniji u smislu broja i niza novih proizvoda koji se nude te neki od njih su već dostupni na domaćim tržištima inozemnih banaka. Osim toga, pridonijeli su

učvršćivanju bankarskih sustava u CEE zemljama, proizvedeći valove spajanja i preuzimanja koji su smanjili broj banaka. Većina banaka u novom privatiziranom bankarskom sektoru jest u stvari u stranom vlasništvu.

Delić i Rogić-Dumančić (2017) u svojem znanstvenom radu provode istraživanje dinamičkom panel analizom utjecaja razvoja financijskog sustava na gospodarski rast odabranih jedanaest zemalja istočne i srednje Europe u razdoblju od 1995. do 2014. godine. Autorice ističu kako rezultati analize potvrđuju da financijski sustav ima značajan utjecaj na gospodarski rast.

„Udjeli monetarnih agregata u bruto domaćem proizvodu te danih kredita u ukupnoj imovini banaka pokazali su pozitivan utjecaj na poticanje gospodarskog rasta, dok udio nenaplativih kredita u bruto domaćem proizvodu pokazao negativan utjecaj na gospodarski rast. Dobiveni rezultati otkrili su sektor bankarstva kao najznačajniji dio financijskog sustava analiziranih zemalja te također kao snažan pogon u poticanju njihovog pozitivnog ekonomskog rasta“ (Delić i Rogić-Dumančić, 2017).

Jedna od najvećih razlika između zemalja Zapadne Europe i zemljama CEE jest ta da zemlje Zapadne Europe karakteriziraju financijski sustavi temeljeni na tržištu vrijednosnica, dok su financijski sustavi CEE uglavnom bankocentrični. Mnoga istraživanja provedena nakon financijske krize, poput Winkelrova istraživanja (2009), potvrđuju kako struktura financijskog sustava ima utjecaj na gospodarski rast (Delić i Rogić-Dumančić, 2017).

Prema Delić i Rogić – Dumančić (2017) u Tablici 9 prikazan je kratak kronološki pregled (prema godini istraživanja) istraživanja autora provedenih na temu odnosa financijskog razvoja i gospodarskog rasta. Tablica obuhvaća autora, razdoblje istraživanja, odabrane analizirane države (ukoliko ima podataka), utjecaj financijskog razvoja na gospodarstvo ili obrnuto te obrazloženje utjecaja.

**Tablica 9.** Pregled znanstvenih istraživanja o povezanosti odnosa financijskog razvoja i gospodarskog rasta

AUTOR	DRŽAVE	RAZDOBLJE	UTJECAJ	REZULTATI (OBRAZLOŽENJE)
Goldsmith (1969)	/	/	Financijski razvoj -> gosp. rast (pozitivan smjer)	Otkrio je kako su periodi s ekonomskim rastom koji se smatrao višim od prosjeka najčešće poklapao s iznadprosječnim financijskim razvojem.
Bencivenga i Smith (1991)	/	/	Financijski razvoj -> gosp. rast (negativan smjer)	Smatraju kako bolja alokacija resursa u nekim slučajevima potiče smanjenje štednje uzrokujući pritom situaciju u kojoj se financijski razvoj može negativno odraziti na stope rasta.
King i Levin (1993a)	/	/	Financijski razvoj -> gosp. rast (pozitivan smjer)	Razvili su model proširujući Goldsmithov, kojim dolaze do zaključka kako zemlje s relativno velikim i efikasnim sektorima financijskog posredništva pokazuju značajno veće stope rasta u usporedbi sa zemljama koje nisu imale jednako efikasan financijski sustav.
Demirguc-Kunt i Levin (1996)	/	/	Financijski razvoj -> gosp. rast (pozitivan smjer)	Otkrili su pozitivnu korelaciju između razvoja tržišta vrijednosnica i financijski posrednika.
Arestis i Demetriades (1997)	/	/	Financijski razvoj <-> gosp. rast	Tvrde kako ovisno o zemlji, financijski razvoj može utjecati na gospodarski rast i obrnuto. Njihove rezultate djelomično je potvrdila i nedavna studija Yildirim, Ozdemiri i Dogan iz 2013. godine.
Levin i Zervos (1998)	/	/	Financijski razvoj -> gosp. rast	Otkrili su kako ne utječe veličina tržišta vrijednosnica, već njegova likvidnost na gospodarski rast.
Koivu (2002)	25 tranzicijskih zemalja	1993.-2002.	Financijski razvoj -> gosp. rast (negativan smjer)	Ističe kako varijabla udjela bankovnih kredita namijenjenih privatnom sektoru prema rezultatima ne ubrzava gospodarski rast u tranzicijskim zemljama. Već da njegova vrijednost zapravo zaostaje te je čak negativno povezana s gosp. rastom.
Levine (2005)	/	/	Financijski razvoj -> gosp. rast	U svojem pregledu istraživanja donosi zaključak kako za ekonomski rast nije važno temelji li se financijski sustav na bankama ili trž. vrijednosnica već obavlja li on uspješno svoje funkcije. Ističe

				kako svaka funkcija financijskog sustava može imat značajan učinak na gosp. rast jer se preko njih može utjecati na akumulaciju kapitala i na tehnološke inovacije.
Fink i Haiss i Vukšić (2005)	9 tranzicijskih zemalja	1996-2005.	Financijski razvoj → gosp. rast (pozitivan smjer)	Dobiveni rezultati potvrđuju paradigmu potporne uloge financijskog sektora rastu, koji također vrijedi i za tranzicijske zemlje te pritom naglašavaju da bankarski sektor stimulira gosp. rast putem ukupne domaće ekspanzije.
Caporale i ostali (2009)	10 zemalja srednje i istočne Europe	1994.-2007.	Financijski razvoj → gosp. rast	Rezultati izneseni u istraživanju sugeriraju da su tržišta dionica i kredita još uvijek nedovoljno razvijena u tim ekonomijama te da njihov doprinos gosp. rastu ograničen zbog nedostatka financijske dubine. Kao posljedica smjer može biti negativan (ograničen i nejasan utjecaj može biti posljedica velikog broja nenaplativih kredita i bankarske krize.
Soultanaeve (2010)	Tranzicijske zemlje	1995.-2008.	Financijski razvoj → gosp. rast (pozitivan smjer)	Kaže kako bankarski sektor ima veliku ulogu u poticanju gosp. rasta u dugom roku. Ističe da u tranzicijskim zemljama, banke u stranom vlasništvu mogu pružiti bolju uslugu i učinkovitije upravljanje troškovima od drugih banaka te da na taj način mogu imati veći utjecaj na akumulaciju kapitala i samim time i na gosp. rast.
Halkos i Trigoni (2010)	15 zemalja članica EU	1975.-2005.	Financijski razvoj → gosp. rast (negativan smjer)	Smatraju da u kratkom roku odnos između financijskog razvoja i gosp. rasta veoma slab. U dugom roku ističu kako postoji utjecaj međutim također impliciraju da povećanje u veličini bankarskog sektora može uzrokovati negativan utjecaj na rast.
Hassan, Sanchez i Yu (2011)	Tranzicijske zemlje	1980.-2007.	Financijski razvoj → gosp. rast (pozitivan smjer)	Naglašavaju kako financijski razvoj može biti potreban, ali da nije dovoljan da se postigne stabilan gosp. rast.
Cojocar, Hoffman i Miller (2012)	Bivše komunističke zemlje iz CEE regije i CIS regije	1980-2008.	Financijski razvoj → gosp. rast (pozitivan smjer)	Kažu kako krediti privatnom sektoru igraju pozitivnu i ekonomski veliku ulogu u poticanju gosp. rasta te su na taj način potvrdili da financijsko posredništvo ima pozitivan utjecaj na rast.
Ayadi i ostali (2013)	Zemlje južne mediteranske	1984.-2010.	Financijski razvoj → gosp. rast	Bankarski sektor – rezultati su na velikom uzorku pokazali da

	regije			su krediti dani privatnom sektoru i bankovni depoziti negativno povezani s gosp. rastom. Trž. vrijednosnica – rezultati su dali naznaku da veličina burze i likvidnost igraju značajnu ulogu u rastu pogotovo kad je kvaliteta regulatornih institucija velika.
Yildirim, Ozdemir i Dogan (2013)	Nove čl. EU (Bugarska, Mađarska, Litva, Latvija, Poljska i Rumunjska) te u to vrijeme potencijalne čl. EU (Hrvatska, Rusija, Turska, Ukrajina)	1990.-2012.	Financijski razvoj ↔ gosp. rast	Rezultat je pokazao kako u pojedinim promatranim zemljama postoji dvosmjerna uzročnost što implicira da financijski razvoj utječe na gospodarski rast i obrnuto. Zbog nedostatka podataka, autori ističu da se broj opažanja razlikovao ovisno o zemlji koja se promatrala.
Gambacorta, Yang i Tsatsaronis (2014)	Uzorak od 41 zemlje	1989.-2011	Financijski razvoj → gosp. rast	Ističu kako su bankocentrični sustavi podobni za ekonomski rast nedovoljno razvijenih zemalja ali istovremeno naglašavaju kako taj pozitivan utjecaj djeluje do određenog trenutka.
Shen i Lee (2006), Luintel i ostali (2016) i Langfield i Pagano (2016)	/	/	Financijski razvoj → gosp. rast	Tvrde kako samo razvoj burza vrijednosnica ima pozitivan učinak na rast dohotka po stanovniku, dok razvoj bankarstva ima nepovoljan ili nikakav učinak na gosp. rast.

Izvor: samostalna izrada prema Delić i Rogić – Dumančić (2017)

Prema podacima navedenih istraživanja moguće je zaključiti kako financijski razvoj svakako ima utjecaja na gospodarski rast, neovisno o tome bio on pozitivnog ili negativnog smjera. Iako velika većina istraživanja pokazuje kako ima više istraživanja koja navode da postoji pozitivan učinak na gospodarstvo i to najčešće bankarski sektor (u tranzicijskim) zemljama, pitanje je kad će postati nedovoljan. Razlog tomu je nedovoljna razvijenost financijske dubine financijskog sustava tranzicijskih zemalja te slabo razvijeno tržište vrijednosnica koje, kao što se može primijetiti iz tablice 9, također može imati pozitivan utjecaj na gospodarski rast.

## 5. ZAKLJUČAK

Financijalizacija je proces koji je prisutan u svim sferama gospodarstva, u poduzećima, u kućanstvima, na mikro i na marko razini. Financijalizacija utječe na svakodnevni život pojedinaca, poslovanje poduzeća i kompanija i naravno cjelokupnu ekonomiju neke države. U ovom radu vidljivo je kako se može pojaviti u različitim oblicima. Također, može imati negativne i pozitivne implikacije. Pozitivne implikacije povezane su s ulogom financijskog sektora u gospodarstvu, a negativni se manifestiraju kao zarazni učinci i veće ranjivosti za vanjske šokove (Kersan- Škabić, 2016).

Financijalizacija na razini stanovništva pojavljuje se u smislu novih oblika kredita, novih financijskih instrumenata i ostalih financijskih inovacija. Financijski sektor razvija se puno brže od realnog, a da bi se mogao pratiti „tempo“ potreban je što razvijeniji i kvalitetniji financijski sustav. Problem kod financijalizacije na razini stanovništva jest taj da mnogi pojedinci nisu upoznati ili nisu financijski pismeni za razlučivanje koja odluka je dobra za njih.

Najveći problem koji se može uočiti kod financijalizacije u post-socijalističkim društvima jest upravo taj što sva ta društva imaju nedovoljno razvijeni financijski sustav koji može pratiti njezinu dinamiku. Potrebne su adekvatne institucije i jači financijski sustav te sustav regulacije kako bi financijalizacija dala pozitivne efekte.

Također, analizom post-komunističkih društava moguće je zaključiti kako prijelaz sa tržišno planskog društva na kapitalizam, istovremeno s procesom privatizacije znatno utjecao na financijalizaciju. Nedovoljno razvijeni financijski sustavi, nedostatak pravne regulative, nedostatak institucionalnih okvira, posljedice masovne privatizacije, otvaranje kapitalnih tokova, krive ekonomske politike vlade učinile su financijalizaciju veoma opasnom za ova društva te ostavile negativne posljedice na društvo i samo gospodarstvo te podložno za prelijevanje financijske krize. Budući da se financijski sektor razvija puno brže od realnog, a međusobno su povezani i utječu jedan na drugoga, potrebno je da post-socijalistička društva ovim procesima pristupaju postepeno i selektivno iz razloga što mogu (kao što i je) imati negativne



posljedice na cjelokupno gospodarstvo. U konačnici, što je razvijeniji financijski sustav to će i gospodarsku rast biti veći.

Pitanje financijalizacije povezano je i s temom odnosa financijskog razvoja i gospodarskog rasta. Kao što su istraživanja i pokazala postoje različite mogućnosti međusobnog utjecaja. Naposljetku se vrlo često došlo do sličnog zaključka kad su u pitanju tranzicijske zemlje, odnosno, potrebno je poraditi na jačanju i produbljivanju financijskog sustava kako bi proces financijalizacije imao pozitivne učinke, kao i veći gospodarski rast.

## LITERATURA

### KNJIGE

1. ARRIGHI, G. (1994) *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*. London, New York: Vrego.
2. BECKER, J. I WEISSENBACHER, R. (2007) *Dollarization, Euroization and Financial Instability: Central and Eastern European Countries Between Stagnation and Financial Crisis?* Metropolis – Vergal GmbH
3. BENAŽIĆ, M., BOŽINA BEROŠ, M., GIMIGLIANO G., NOVAK A. I UČKAR D. (2016) *The economic environment post-crisis: Policies, Institutions and mechanisms*. Sveučilište Jurja Dobrile. Pula: Tiskara zelina d.d.
4. BOHLE, D. I GRETSKOVITS, B. (2012) *Capitalist Diversity on Europe's Periphery*. Ithaca/London: Cornell University Press.
5. BOURDIEU, P. (2005) *The socialist structures of economy*. Polity.
6. CVIJANOVIĆ, V. (2011) *Financing Innovations of Small and Medium Sized Enterprises in a Systemic Perspective: Theoretical Foundations and Cases of Hungary, Slovenia and Croatia*. Frankfurt: Peter Lang.
7. CVIJANOVIĆ, V I KEŠELJEVIĆ, A. (2015) *Financialization in Croatia and Slovenia*. Frankfurt: Petar Lang.
8. ČEČUK, A. (2002) *Financijska globalizacija*. Split: Graf form.
9. DUDA, I. (2010) *Pronađeno blagostanje: Svakodnevni život i potrošačka kultura u Hrvatskoj 1970-tih i 1980-tih*. Zagreb: Srednja Europa.
10. EPSTAIN, G. A. (2002) *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: UK: Edward Elgar.
11. GOLDSMITH, R. W. (1969) *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press.
12. HARVEY, H. P. (2005) *A brief History of Neoliberalism*. Oxford University Press.
13. LANGLEY, P. (2008) *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo – America*. Oxford University Press.
14. LEKO, V. (2001) *Ekonomska globalizacija i razvoj u malim zemljama Europe*. Pula. Sveučilište Jurja Dobrile
15. LEVINE, R. (2005) *Finance and Growth: Theory and evidence: Handbook of economic growth*. The Netherlands: Elsevier Science.
16. LOVRINOVIĆ, I. (1997) *Novčano tržište – srce financijskog tržišta*. O-tisak
17. KLEIN, L. (1999) *It's in the Cards: Consumer Credit and American Experience*. Praeger: Westport CT.
18. MINSKY, H. P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. USA: Yale University Press.
19. RAJAN, R. S. (1998) *Economic globalization: Examining the issues*. The Singapore: Institute of Police Studies.
20. RADOŠEVIĆ, D. (2012) *Kapitalni tokovi, tečaj i Europska monetarna unija*. Zagreb. Visoka škola međunarodnih odnosa i diplomacije: Dag Hamerskjold, Jesenski i Turk.
21. RADOŠEVIĆ, D. I CVIJANOVIĆ, V. (2015) *Financialization and Financial Crisis in South – Eastern European Countries*. Frankfurt: Peter Lang GmbH.
22. SERVAN – SCHREIBER, J-J. (1967) *Le defi Americain*. Denoel. Paris
23. SLATER, D. (1997) *Consumer Culture & Modernity Polity*. Cambridge UK.
24. ŠTIBLAR, F. (2010) *Bančinstvo kot hrbtenica samostojne Slovenije*. Ljubljana: Založba knjiga.

25. TETT, G. (2010) *Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at S.P. Morgan Was Corrupted of Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*. New York: Free Press.
26. TSENKOVA, S. (2008) *Housing policy reforms in post socialist Europe*. Springer.

#### POGLAVLJA U KNJIZI

1. EPSTEIN, G. A. I JAYADEV, A. (2005) The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy and labor solidarity. U: Epstein G. A. (ed). *Financialization and the world economy*. Northampton, MA. Edward Elgar.
2. MAIER, C.S. (1991) The Politics of Productivity: Foundations of American International Economic Policy after World War II. U: Maier C.S. *The Cold War In Europe: Era of Divided Continent*. Markus Weiner, Princeton, NJ.
3. RADOŠEVIĆ, D. (2010) Hrvatska i nova ekonomska politika. U: Radošević, D. (ed). *Politika i ekonomija razvoja Hrvatske*. Zagreb: Jesenski i Turk.
4. WEINER, M. (2002) Consumer Culture and Participatory Democracy: The Story of Coca-Cola during World War II. U: Counihan, C. *Food in the USA*. New York.
5. ŽIVKOVIĆ, A. (2012) Povratak u budućnost – tranzicija na Balkanu. U: Jaždić, Miloš, Maljanović, Dušan i Veselinović. *Kriza i odgovori*. Beograd: Rosa Luxemburg Stiftung Regionalna kancelarija za Jugoistočnu Europu. Str 188-219.

#### ČLANCI U ČASOPISIMA

1. ANDOR, L. (2009) Hungary and Financial Crisis. *Journal of Contemporary Central and Eastern Europe*. Vol 17(3). Str. 285-296.
2. BALDERSTON, T. (1991) German Banks between the Wars: The Crisis of the Credit Banks. *Business History Review*. Vol 64. No 3. Str. 554-605.
3. BARBA, A. I PIVETTI, M. (2009) Rising household debt: It's causes and macroeconomic implications long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*. Vol 33(1). Str. 113-137.
4. BOHLE, D. (2013) Post - socialist housing meets transnational finance: Foreign banks, mortgage, lending and the privatization of welfare in Hungary and Estonia. *Review of International Political Economy*. Vol 1.
5. BURIĆ, I. (2010) Nacija zaduženih: Od komunističkog pakla do potrošačkog kapitalizma. *Društvena istraživanja: Časopis za opća društvena pitanja*. Vol 21. No 4. Str. 1034-1038.
6. CAPORALE, G. M. I PITTIS, N. (1999) Efficient estimation of cointegrating vectors and testing for causality in vector autoregressions. *Journal Of Development Economic*. Vol 73. Str. 55-74.
7. CRAFTS, N. I FEARON, P. (2010) Lessons of the 1930s Great Depression: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 26. No 3. Str. 285-317.
8. ČETKOVIĆ, P. (2011) Credit Growth and Instability in Balkan Countries: The role of foreign banks. *Resreach on Money and Finance*. No 27.
9. DALIĆ, M. (2002) Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustava i financijskih sustava naprednih tranzicijskih zemalja. *Privredna kretanja i ekonomska politika*. Vol 12. No 92. Str. 17-52. (Listopad).

10. DELIĆ, A. I ROGIĆ-DUMANČIĆ, L. (2017) Utjecaj razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast zemalja srednje i istočne Europe. *Ekonomski pregled*. Vol 67. No 6.
11. DEMIR, F. (2007) The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. *Review of Radical Political Economics*. Vol 39.
12. DHOLAKIA, N. (2012) Finanzkapital and Consumers: How Financialization Shaped Twentieth Century Marketing. *Journal Of Historical Resreach in Marketing*. Vol 4. No 3. Str. 453-461.
13. DODIG, N. I HERR, H. (nema datuma) Theories of Financial Crisis. *FESSUD: working paper series*. Vol 25.
14. DOS SANTOS, P. L. (2009) On the Content of Banking in Contemporary Capitalism. *Historical Materialism*. Vol 17(2). Str. 180-213.
15. FAZZARI S. M., HUBBARD, R., GLENN R., PETERSEN, B. C. (1988) Financing Constraints and Investment. *Working paper Econ. Act*.
16. FISCHER, K. P., GUEYIE, J., ORTIZ, E. (1997) Financial liberalization: Commercial Banks: Blessing or Curse? *Centre of recherche en economic – Universite Laval, Canada*. Vol. 97-2.
17. FITZGERALD, V. (2006) Finacial development and Economic Growth: A critical view. *Background paper for World Economic and Soud Survey*. (March).
18. FRATZSCHER, M. I BUSSIERE, M. (2004) Financial Openess and Growth: Short-run gain, long-run pain? *European Central Bank*. No 348 (April).
19. GABOR, D. (2010) Financialization and crisis in Eastern Europe. *Competition and Change*. Vol 14. Str 248-270.
20. GIDDENS, A. I PIERSON, C. (1998) Making sense of Modernity. *Stanford University Press*. Vol 33.
21. GRGIĆ M., BILAS, V. I ŠIMOVIĆ H. (2006) Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske Unije. *Sveučilište u Zagrebu*. No. 06-14.
22. HARDIE, I. I HOWARTH, D. (2009) The financial crisis and the transformation of German and French banking. *Journal of Common Market Studies*. Str. 1015-1036.
23. HASSAN, K. M., SANCHEZ, B. I JUNG-SKU YU (2011) Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol 51. Str 88-104.
24. HEGEDUS, J. (2011) Social Safety Nets, the Informal Economy and Housing Poverty – Experiences in Transitional Countries. *European Journal of Homelessness*. Vol 5.
25. HEIN, E. (2011) Distribution, financialization and the financial and economic crisis – implications for post-crisis economic policies. *Institute fo International Political Economy Berlin*. Vol 9.
26. KESNER – ŠKREB, M. (2014) Tko dobiva državne potpore? *Institut za javne financije-akutalni osvrti*. No. 65.
27. KHAN, A. (2001) Financial Development and Economic Growth. *Macroeconomic Dynamics*. Vol 5. Str 413-433.
28. KING, R. G. I LEVINE, R. (1993) Finance and Growth: Schumpeter might be right? *Quarterly Journal of Economics*. Vol 108(3). Str 717-737.
29. KIPPNER, G. R. (2005) The financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*. (May). Str 173.

30. KOVAČ, B. (2009) Uloga novca metastrukturalnoj promjeni tržišnog društva i globalna financijska kriza. *Politička misao*. Vol 46. Str 39-65.
31. LAPAVITSAS, C. (2009) Financialized Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Historical Materialism*. Vol 17(2). Str. 114-148.
32. LAPAVITSAS, C. (2009) What to Do About Banks. *Journal compilation*.
33. LEVINE, R. (1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. Vol 35. Str 688-726. (June).
34. LONČAR, J. (2005) Globalizacija pojam, nastanak i trendovi razvoja. *Geoadria*. Vol 10. No 1.
35. LONGEMANN, J. (2008) Different Paths to Mass Consumption in the United States and West Germany during the 1950s and '60s. *Journal of Social History*. Vol 14. No 3. Str, 525-559.
36. MASSEY D. S. (2009) Globalization and Inequality: Explaining American Exceptionalism. *European Sociological Review*. Vol 25. No 1. Str 9-23.
37. PALLEY, T. I. (2007) Financialization: What it is and why it matters. *The Levy Economics Institut Of Bard College*. No 525.
38. PATTERSON, S. (2010) The Quants: How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed It. *Crown Business – New York*.
39. PIKE, A. I POLLARD, J. (2010) Economic Geographies of Financialization. *Economic Geography*. Vol. 86(1). Str 29-51.
40. PONSOT, J. F. (2006) European Experience of Currency Boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina: *Monetary Integration and Dollarization. No Panacea. Cheltenham: Edward Elgar*. Str 28-60.
41. RADOŠEVIĆ, D. (2013) Financijska periferija Europske Unije, kapitalne kontrole i platna bilanca. *Časopis Ekonomija*. Str 34.
42. RODIK, P. (2012) Kreditna zaduženost i pad životnog standarda. *Istraživački izvještaj. Zagreb: Udruga franak*.
43. SEN, S. (1982) Tremors from the Nixon Shock. *Worldview Magazine, Carnegic Council*. Vol 21. No 1. Str 5-7.
44. STEINER, R. (2011) Households' exposure to foreign currency loans in CESEE EU member states and Croatia. *Focus on European Economic Integration*. Vol 1. Str 6-24.
45. STREECK, W. (2010) E pluribus unum? Varieties and Commonalities of Capitalism. *MPIfG*. Vol 10/12.
46. VIZJAK, A. (2006) Djelovanje međunarodnog monetarnog fonda (MMF) unutar međunarodne ekonomije. University of Rijeka: Tourism and Hospitality Management. Vol 12. No 1. Str. 157-170.
47. ZOUKUI, L. (2013) The roots causes and influences of Slovenian Banking Crisis. Institute of European Studies, Chinese Academy of Social Sciences. Vol 7. No 5.

#### INTERNET IZVORI

1. BEČKA INICIJATIVA (2013) CESEE – Deleveraging and Credit Monitor. Dostupno na: <http://vienna-initiative.com/vienna-initiative-part-2/>
2. BNB (2017). *Monetary and financial statistics*. Sofija: Narodna banka Bugarske. Dostupno na: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>
3. BSI (2017) *Financial Stability Review 2016*. Ljubljana: Narodna banka Slovenije. Dostupno na: <http://www.bsi.si/iskalniki/reports.asp?Mapald=784>

4. CBBH (2017) *Financial Stability Report 2016*. Sarajevo: Central Bank of Bosnia i Hercegovina.
5. CBCG (2017) *Bulletin of Central Bank of Montenegro*. Dostupno na: [http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=publikacije&mn2=bilten\\_cbcg](http://www.cb-cg.org/index.php?mn1=publikacije&mn2=bilten_cbcg)
6. CNB (2017) *Monetary and financial statistics*. Prag. Narodna banka banka Češke. Dostupno na: <https://www.cnb.cz/en/statistics/>
7. DOUCETTE, J. I SEO, B. (2011) *Limits to Financialization? Locating Financialization within East Asian Exportist Economies*. Dostupno na: <http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/19325/1/070inv02101.pdf>
8. ERDB (2017) *Transition Report 2016, Growth in Transition*. Dostupno na: <http://www.ebrd.com/transition-report>
9. EUROSTAT (2017) <http://ec.europa.eu/eurostat/publications/all-publications>
10. HNB (2017). *Bilten o banka br. 30*. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/spf>
11. HORVAT, A. (2013) *Od financijalizacije do stvarne diktature kapitala*. Dostupno na: <http://www.advance.hr/vijesti/od-financijalizacije-do-stvarne-diktature-kapitala/>
12. KOTARSKI, K. (2014) *Financijalizacija, dohodovna nejednakost i struktura rapsodjele BDP-a: međuodnos financijskih institucija i političkih elita na primjeru NR Kine*. Sveučilište u Zagrebu: Fakultet političkih znanosti. Dostupno na: [http://bib.irb.hr/datoteka/690607.FAKULTET\\_POLITIKIH\\_ZNANOSTI\\_-\\_doktorska\\_disertacija\\_Kotarski.pdf](http://bib.irb.hr/datoteka/690607.FAKULTET_POLITIKIH_ZNANOSTI_-_doktorska_disertacija_Kotarski.pdf)
13. KRNIĆ, B. I RADOŠEVIĆ, D. (2014). *Makroekonomske neravnoteže u Hrvatskoj ekonomiji: Dualitet između financijskog i realnog setora*. Izvorni znanstveni članak. Dostupno na: [file:///C:/Users/Lara/Downloads/001h%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Lara/Downloads/001h%20(1).pdf)
14. KUNALIPA (Hrvatski numizmatički portal). *Hrvatski dinar – inflacija*. Dostupno na: <http://www.kunalipa.com/katalog/povijest/hrvatski-dinar-4.php>
15. MMF (2017). *International Financial Statistics Online*. Međunaradni monetarni fond. Dostupno na: <http://www.imf.org/en/Data>
16. NBP (2017) *Reports on financial system stability*. Varšava: Narodna banka Poljske. Dostupno na: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>
17. NBS (2017) *Statistical and analytical overview*. Bratislava: Narodna banka Slovačke. Dostupno na: <https://www.nbs.sk/en/statistics/financial-institutions/banks/statistical-and-analytical-overview>
18. NBS (2017) *Financial Stability Report 2016*. Beograd: Narodna banka Srbije. Dostupno: <https://www.nbs.rs/internet/english/18/index.html>
19. RONČEVIĆ, A. (nema datuma) *Štedionice i novčano poslovanje*. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu FBA. Dostupno na: [https://www.google.hr/search?q=ron%C4%8Devi%C4%87+a+%C5%A1tedionice&gws\\_rd=cr,ssl&dcr=0&ei=uCvaWabQBcmY0gWL-7oQ](https://www.google.hr/search?q=ron%C4%8Devi%C4%87+a+%C5%A1tedionice&gws_rd=cr,ssl&dcr=0&ei=uCvaWabQBcmY0gWL-7oQ)
20. SVJETSKA BANKA (2017). *Data base*. Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>

## POPIS TABLICA

Tablica 1. Struktura hrvatskih financijskih institucija .....	6
Tablica 2. Oblici financijalizacije .....	24
Tablica 3. Izravne strane investicije (FDI) – neto priljevi u % BDP-a u razdoblju od 1995. godine do 2016. godine .....	26
Tablica 4. Struktura kredita prema namjeni u % u razdoblju između 2002. do 2016. godine (Jugoistočna Europa).....	47
Tablica 5. Udio kredita u stranoj valuti (uključujući i indeksirane kredite) u % ukupnih kredita u razdoblju od 2000. do 2016. godine (Jugoistočna Europa).....	48
Tablica 6. Struktura kredita stanovništvu prema namjeni u % u razdoblju od 2000. do 2016. godine (zemlje Višegrada i Slovenija).....	53
Tablica 7. Udio deviznih kredita (uključujući kredite s valutom klauzulom) u % u ukupnim kreditima u razdoblju od 2000. do 2016. godine (zemlje Višegrada i Slovenija).....	54
Tablica 8. Financijski razvoj prema dohovnoj grupi zemalja 1990-tih godina (kapitalizacija imovine) kao % BDP-a .....	65
Tablica 9. Pregled znanstvenih istraživanja o povezanosti odnosa financijskog razvoja i gospodarskog rasta.....	71

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Neto inozemna imovina u % ukupne imovine u razdoblju od 2004. do 2013. godine.....	27
Grafikon 2. Domaći krediti privatnom sektoru (u % BDP-a) u razdoblju od 1995. do 2016. godine.....	27
Grafikon 3. Ukupna imovina banaka u mrd HRK u Hrvatskoj u razdoblju od 2007. do 2016. godine.....	38
Grafikon 4. Vlasnička struktura bankovnog sustava u % u ukupnoj imovini u Hrvatskoj u razdoblju od 2007. do 2016. godine .....	39
Grafikon 5. Krediti stanovništvu u Hrvatskoj (u mil. EUR) u razdoblju između 1993. do 2012. godine.....	40
Grafikon 6. Struktura deviznih kredita stanovništvu u razdoblju od 2004. do 2017. godine.....	42



## SAŽETAK

Većina autora se slaže kad se radi o definiranju pojma neoliberalizma, globalizacije i financijalizacije da iako jesu međusobno povezani pojmovi, ipak postoje razlike među njima. Stručnjaci smatraju da globalizacija i financijalizacija podsjećaju na povijesne procese, tipične za kapitalizam u cjelini, dok se neoliberalizam odnosi na fazu razvoja kapitalizma. Financijalizacija je proces koji označava povećanje značenja financija u svakome smislu. Može se ogledati u veličini financijskog sustava, njezinoj dubini, povećanju financijskih tržišta i institucija, ali i sve veću uključenost nefinancijskih poduzeća i kućanstva u financijske poslove. Proces financijalizacije u post-socijalističkim zemljama od izuzetne je zanimljivosti iz razloga što su se neke od velikih promjena u tim državama događale istovremeno za razliku od zemaljama Zapadne Europe. Zemlje Zapadne Europe kroz proces financijalizacije prolazile su postepeno iz razloga što je i sam proces započeo puno ranije nego u tranzicijskim zemljama. Privatizacija, prelazak s planskog gospodarstva na tržišno, promjene financijskog sustava, otvaranje tržišta, samo su neki od procesa koje su se događali paralelno s procesom financijalizacije. Samim time, proces financijalizacije u tranzicijskim zemljama, poput kreditne ekspanzije, u početku je pokazivao pozitivne trendove i rast gospodarstva, međutim, upravo iz razloga što financijski sustavi tih zemalja nisu dovoljno razvijeni niti su kapitalne kontrole snažne, takav porast bio je kratkoročan te naposljetku ostavio negativne posljedice uslijed zadnje financijske krize. Da bi proces financijalizacije pa tako i financijski razvoj mogao imati pozitivne učinke na rast gospodarstva neke države, od izuzetne je važnosti da sve tranzicijske zemlje postupno i selektivno pristupaju promjenama te rade na produbljivanju i stabinosti financijskog sustava i jačanju tržišta vrijednosnica kako bi u konačnici mogao biti dovoljno jak da podnese snažne proces poput financijalizacije.

Ključne riječi: financijski sustav, financijalizacija, financijski razvoj, gospodarski rast

## **SUMMARY**

Most authors agree with the notion of neoliberalism, globalization, and financialization that there are mutually related concepts, but there are differences between them. Experts believe that globalization and financialization are reminiscent of historical processes, typical of capitalism as a whole, while neoliberalism refers to the stage of capitalism development. Financialization is a process that signifies an increase in the meaning of finance in every sense. It can be seen in the size of the financial system, its depth, the growth of financial markets and institutions, but also the growing involvement of nonfinancial companies and households in financial activities. The process of financialization in the post-socialist countries is of the utmost interest because some of the major changes in these countries have been at the same time unlike the countries of Western Europe. The countries of Western Europe through the process of financialization went through gradually because the process itself started much earlier than in the transition countries. Privatization, transition from a planned economy to the market, changes in the financial system, opening up the market are just some of the processes that have taken place in parallel with the process of financing. Thus, the process of financialization in transition countries, such as credit expansion, initially showed positive trends and growth of the economy, however, precisely because the financial systems of these countries were not sufficiently developed and capital control was strong, such a growth was short-term and ultimately left negative consequences of the recent financial crisis. In order for the financing process and the financial development to have a positive effect on the growth of a country's economy, it is of the utmost importance that all transition countries gradually and selectively approach the changes and work to deepen and stabilize the financial system and strengthen the securities market in order to ultimately strong enough to submit a strong process like financialization.

Key words: financial system, financialization, financial development, economic growth