

Gospodarski ciklusi i tržište kapitala u Republici Hrvatskoj

Mjertan, Andrea

Undergraduate thesis / Završni rad

2018

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:137:053884>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-05**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Fakultet ekonomije i turizma
«Dr. Mijo Mirković»

ANDREA MJERTAN

**GOSPODARSKI CIKLUSI I TRŽIŠTE KAPITALA
U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Završni rad

Pula, 2018.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Fakultet ekonomije i turizma
«Dr. Mijo Mirković»

ANDREA MJERTAN

**GOSPODARSKI CIKLUSI I TRŽIŠTE KAPITALA
U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Završni rad

JMBAG:0303057042, redovita studentica

Studijski smjer: Financijski management

Predmet: Monetarna ekonomija

Znanstveno područje: Društvene znanosti

Znanstveno polje: Ekonomija

Znanstvena grana: Financije

Mentor: izv. prof. dr. sc. Manuel Benazić

Pula, rujan 2018.



IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisana Andrea Mjertan, kandidat za prvostupnika poslovne ekonomije, smjera Financijski management ovime izjavljujem da je ovaj Završni 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 Završnog 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, 28. rujna 2018. godine



IZJAVA

o korištenju autorskog djela

Ja, Andrea Mjertan, dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile

u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj završni rad pod nazivom Gospodarski ciklusi i tržište kapitala u Republici Hrvatskoj 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, 28. rujna 2018. godine

Potpis

SADRŽAJ:

1. Uvod	1
2. Gospodarski ciklusi	2
2.1. Pojam i obilježja gospodarskih ciklusa	2
2.2. Osnovne vrste gospodarskih ciklusa	5
2.2.1. <i>Vrste ciklusa s obzirom na način mjerenja</i>	5
2.2.2. <i>Vrste ciklusa s obzirom na trajanje</i>	7
2.3. Teorije gospodarskih ciklusa	9
2.3.1. <i>Monetarne teorije</i>	9
2.3.2. <i>Teorija inovacija</i>	10
2.3.3. <i>Političke teorije gospodarskih ciklusa</i>	11
2.3.4. <i>Teorija kumulativnog djelovanja multiplikatora i akceleratora</i>	12
2.3.5. <i>Teorija ravnotežnih gospodarskih ciklusa</i>	12
2.3.6. <i>Teorija realnog gospodarskog ciklusa nasuprot novim keynesijanskim teorijama</i>	13
3. Tržište kapitala	13
3.1. Pojam i obilježja tržišta kapitala	13
3.2. Podjela tržišta kapitala	15
3.2.1. <i>Primarno tržište</i>	15
3.2.2. <i>Sekundarno tržište</i>	15
3.2.3. <i>Tercijarno tržište</i>	15
3.2.4. <i>Kvartalno tržište</i>	16

3.3. Burza	16
3.3.1. <i>Povijest i vrste burzi</i>	16
3.3.2. <i>Burzovni indeksi</i>	17
4.Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj	18
4.1. Obilježja irazvojtržišta kapitala u Republici Hrvatskoj	18
4.2. Institucije na hrvatskom tržištu kapitala	19
4.2.1. <i>Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – HANFA</i>	19
4.2.2. <i>Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD</i>	19
4.3. Zagrebačka burza	20
4.3.1. <i>Povijest i razvoj Zagrebačke burze</i>	20
4.3.2. <i>Indeksi Zagrebačke burze</i>	21
4.3.2.1. <i>CROBEX</i>	21
4.3.2.2. <i>CROBEX10</i>	21
4.3.2.3. <i>CROBIS</i>	21
5.Povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Hrvatskoj	22
6. Zaključak	30
Literatura	31
Sadržaj	33
Summary.....	34

1. Uvod

Kako danas postoji veliki broj različitih gospodarstava, promatranjem njihovog djelovanja mogu se uočiti dva temeljna stadija, a to su stadij rasta, odnosno ekspanzije te stadij opadanja, odnosno recesije. Duljina njihovog trajanja ovisi o gospodarstvu u kojem se pojavljuju. Zajednički naziv za ekspanziju i recesiju jesu gospodarski ciklusi koji su tema ovoga rada. Ciklusi različito traju u različitim gospodarstvima, a njihovu pojavu teško je predvidjeti. Izuzetno je važno njihovo praćenje i proučavanje kako bi se, u slučaju opadanja nakon kojeg slijedi recesija, u što većoj mjeri minimizirale negativne posljedice koje ciklusi mogu prouzrokovati. Takva situacija obilježena je padom osobne potrošnje, investicija, zaposlenosti, BDP-a i mnogih drugih pokazatelja. Suprotno od toga, kada ciklusi imaju pozitivan trend koji vodi prema ekspanziji, tada se pokazatelji sve više povećavaju.

Svrha rada je objasniti pojam gospodarskih ciklusa, opisati njihova temeljna obilježja, definirati pojam tržišta kapitala te pojasniti njegov razvoj i karakteristike. Kao ključni cilj ovoga rada je objasniti povezanost gospodarskih ciklusa s tržištem kapitala u Republici Hrvatskoj što je detaljno razrađeno i opisano putem analize grafova.

Kako bi se razumijelo djelovanje tih ciklusa, u prvom dijelu definiran je sam pojam ciklusa, njihova obilježja te osnovne vrste. Nakon toga, slijedi složenija razrada koja se odnosi na teorije gospodarskih ciklusa. Uz gospodarske cikluse objasniti će se i tržište kapitala, njegova temeljna obilježja i razvoj u Republici Hrvatskoj kao i institucije od kojih se izdvajaju Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – HANFA te Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD. U drugom dijelu rada definira se pojam tržišta kapitala, njegova osnovna podjela na četiri temeljna tržišta, a nakon toga slijedi definicija burze i burzovnih indeksa. U posljednjem poglavlju prikazana je povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj. Njihova povezanost opisana je u razdoblju od 2001. do 2016. godine, odnosno u razdoblju prije i poslije krize.

Od znanstvenih metoda koje su korištene u ovom radu izdvajaju se: induktivna metoda, deskripcija te komparacija.

2. Gospodarski ciklusi

U poglavlju koje slijedi, definirat će se pojam gospodarskih ciklusa te njihova temeljna obilježja. Nadalje, objašnjene su osnovne vrste i teorije gospodarskih ciklusa te njihove značajnosti.

2.1. Pojam i obilježja gospodarskih ciklusa

U nastavku slijedi definiranje pojma i glavnih obilježja gospodarskih ciklusa te je grafikonom prikazano njihovo kretanje u temeljnim fazama.

Iz povijesti ekonomije dolazi se do zaključka kako ni jedno gospodarstvo ne raste u ravnoteži, odnosno može se reći kako sva gospodarstva bilježe određene zastoje koji se očituju padovima i poletima. Kada razdoblje napredovanja i ekspanzije dostigne svoj maksimum, slijedi razdoblje recesije, no i ona tijekom vremena dolazi do dna te ponovno započinje proces oporavka i ekspanzije koji može biti prilično spor ili brz, a također može biti i takav da uzrokuje znatno povećanje životnog standarda.¹

Poslovni ciklus je periodično fluktuiranje svih ekonomskih aktivnosti, a pojavljuje se kad se gospodarstvo udaljava od putanje dugoročnog trenda ostvarenja ukupne proizvodnje, odnosno bruto domaćeg proizvoda (BDP-a). Poslovni ciklusi su nepravilne kontrakcije i ekspanzije ekonomske djelatnosti u gospodarstvu. Njihovo je trajanje najčešće između dvije i deset godina. Poslovni ciklusi nazivaju se još i gospodarski, trgovinski ili ekonomski ciklusi.² Može se primijetiti kako su oni često veoma slični, ali nikada nisu posve jednaki. Ciklusi se međusobno razlikuju po razlogu njihovog nastanka, oštini kojom pogađaju ekonomiju, trajanju pa tako i adekvatnim mjerama monetarne i fiskalne politike kojima treba ublažiti cikluse.³

Postoje različite definicije poslovnih ciklusa, a jednu općeprihvaćenu definiciju dali su Mitchell i Burns: „Poslovni su ciklusi vrsta fluktuacije agregatne ekonomske aktivnosti u gospodarstvima temeljenim na tržišnim principima; ciklus se sastoji od faze ekspanzije koja se gotovo istovremeno događa u većini ekonomskih aktivnosti, koju nadalje slijede faza recesije, kontrakcije i faza oporavka koja se stapa u novu fazu ekspanzije sljedećeg ciklusa; taj slijed promjena se uvijek iznova ponavlja iako ne u

¹ Đ. Benić, *Makroekonomija*, Zagreb, Školska knjiga, 2016., str. 359.

² loc. cit.

³ V. Arčabić, *Recesije i poslovni ciklusi u Europskoj uniji*, Zagreb, Ekonomski fakultet Zagreb, 2018., str. 52.

pravilnim vremenskim razmacima. Vremenska dimenzija poslovnih ciklusa varira od jedne do deset ili čak dvanaest godina; nije ih moguće podijeliti u kraće intervale sličnih karakteristika koji bi mogli poslužiti za aproksimaciju cjelokupnog poslovnog ciklusa. “⁴

Proučavanje poslovnih ciklusa je izuzetno važan dio ekonomije te su svi sektori gospodarstva zainteresirani za proučavanje i predviđanje faza poslovnih ciklusa. Prije svega, država mora biti upoznata s kretanjem ciklusa u gospodarstvu te znati kakva su očekivanja za buduće razdoblje. Njezin zadatak je prvenstveno, koliko je moguće, prikriti pojavu i djelovanje negativnih ciklusa čime se nastoji izbjeći recesija koja može potrajati dosta dugo te imati velike posljedice. Ukoliko je država dobro upoznata s kretanjem ciklusa u gospodarstvu, moći će lakše uspostaviti odgovarajuću monetarnu i fiskalnu politiku. Nadalje, velika zainteresiranost za promatranje ciklusa uočava se i kod stanovništva koje na temelju procjena o budućim kretanjima kreira svoja očekivanja kojima će donijeti odluku o tome hoće li se okrenuti štednji ili će novac usmjeriti prema određenoj investiciji. U situaciji gospodarskog rasta, postoji velika mogućnost ulaganja na tržištu kapitala, dok u suprotnoj situaciji postoji velika opasnost od pada zaposlenosti što će za posljedicu dovesti do povećanja štednje.⁵ Uz stanovništvo, sektor poduzeća također prati kretanja poslovnih ciklusa. Kako bi pravilno i uspješno formirali sadašnju politiku i organizaciju svog poslovanja, a također je mogli i primjenjivati u nadolazećem razdoblju, poslovnim subjektima od iznimne je važnosti posjedovanje velikog broja informacija o kretanjima u gospodarstvu. Tijekom gospodarskog pada, poduzeća imaju otežane uvjete rada, veliki broj poduzeća suočava se s velikom nelikvidnošću, a najveći problem je što postoji i velika mogućnost za bankrot. No, kada se gospodarstvo okreće prema ekspanziji, tada gotovo sva poduzeća, bilo manje ili više uspješna, imaju podjednaku mogućnost za ostvarivanje pozitivnih rezultata i bolje napredovanje u poslovanju.⁶

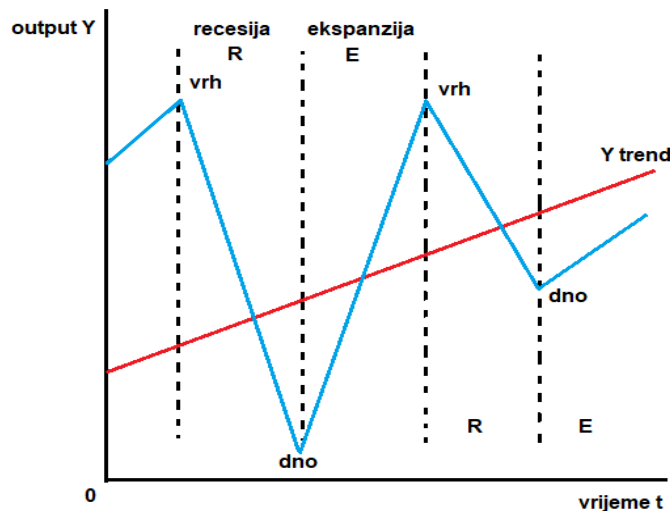
⁴ M. Babić, *Makroekonomija*, Zagreb, MATE d.o.o., 2007., str. 654.

⁵ V. Arčabić, op. cit., str. 51.

⁶ ibidem, str. 52.

U nastavku slijedi grafikon u kojemu si prikazane i opisane faze gospodarskih ciklusa.

Grafikon 1. Faze gospodarskih ciklusa



Izvor: izradila autorica prema knjizi: Đ. Benić, *Makroekonomija*, Zagreb, Školska knjiga, 2016., str. 360.

Glavne faze poslovnih ciklusa jesu ekspanzija i recesija. Ekspanzija predstavlja liniju prema gore do vrha točke u kojoj ona završava. Nakon nje počinje recesija koja označava liniju prema dolje do dna točke koja predstavlja kraj recesije te ponovno započinje razdoblje ekspanzije. Važno je napomenuti kako u razdoblju recesije dolazi do velikog opadanja proizvodnje, potrošnje, zaposlenosti, plaća, cijena, kamatnih stopa, profita, a samim time i smanjenja količine novca u optjecaju, dok u fazi ekspanzije dolazi do rasta svih navedenih pojmova.⁷

Razbolje recesije započinje na vrhu, odnosno kada ekspanzija završava, dok se završetak recesije nalazi na dnu. U tom periodu potrošnja je sve manja, počinje opadati. Zalihe poduzeća se povećavaju, investicije sve više opadaju, ali se smanjuje i realni bruto domaći proizvod. Veliki problem koji nastaje u recesiji je smanjenje potražnje za radom što za posljedicu ima povećanje nezaposlenosti čime se smanjuje državni prihod od poreza te dolazi do povećanja državnog trošenja na

⁷ Đ. Benić, op.cit., str. 360.

naknade za nezaposlene.⁸ Dno predstavlja najnižu razinu kretanja u nekom gospodarstvu uz kojeg pripadaju sljedeća obilježja: prevladava visoki pesimizam poslovnih subjekata, profiti naglo opadaju, smanjuju se investicije te postaju negativne, pada potražnja za kapitalnim i potrošnim dobrima, izražena je visoka nezaposlenost, a jednu od ključnih obilježja recesije predstavlja vrlo nizak uvoz. Ukoliko je dno jako duboko, takva situacija naziva se depresija ili „slamp“.⁹

Kada se kretanja u gospodarstvu počinju pomicati s dna prema gore, slijedi razdoblje ekspanzije i oporavka. Ovo razdoblje karakteristično je po obilježjima koja su suprotna obilježjima recesija, a to su: potrošnja se počinje povećavati što za posljedicu dovodi i do porasta proizvodnje te većeg profita, pesimizam poduzetnika prelazi u optimizam, počinje se investirati pa prevladavaju pozitivne netoinvesticije. Ono što je izuzetno važno za stanovništvo je porast zaposlenosti čime se potiče i veća potražnja za kapitalnim i potrošnim dobrima. Kada se ekspanzija nalazi na samom vrhu, dolazi do buma kojeg obilježava visoka zaposlenost, visok stupanj korištenja kapaciteta, visoka očekivanja te uvoz.¹⁰

2.2. Osnovne vrste gospodarskih ciklusa

Dvije su temeljne vrste gospodarskih ciklusa koje se razlikuju prema načinu mjerenja i trajanju.

2.2.1. Vrste ciklusa s obzirom na način mjerenja

Postoje brojne vrste ciklusa jer svaka država uspostavlja način mjerenja prema svojim karakteristikama. Dvije najznačajnije vrste su: klasični poslovni ciklusi i ciklusi rasta koji se nazivaju i devijacijski ciklusi.

O klasičnim poslovnim ciklusima govore Burns i Mitchell koji su izolirali ciklička kretanja iz apsolutne promjene gospodarskih kretanja, odnosno rasta ili pada BDP-a. Ciklusima su dodijelili dvije temeljne točke, a to su vrh i dno koje predstavljaju točke obrata ciklusa. Postoje dvije osnovne pretpostavke na kojima se temelje te dvije točke:

⁸ loc. cit.

⁹ ibidem, str. 361.

¹⁰ loc. cit.

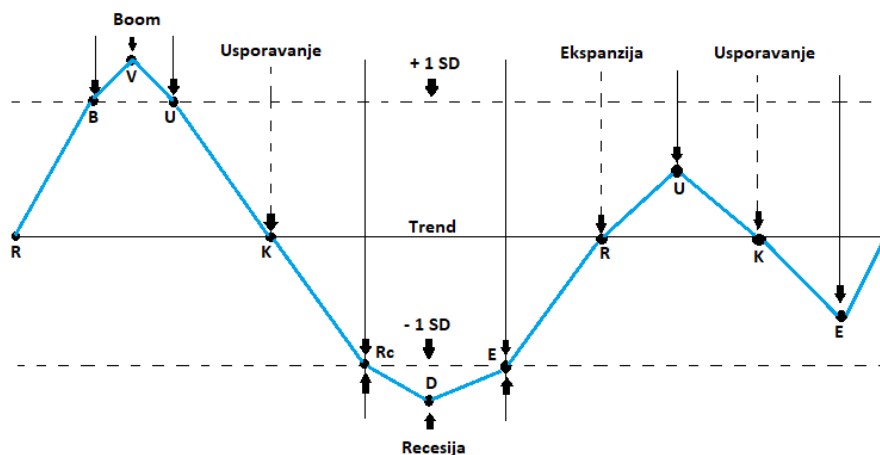
1. poslovni se ciklusi kontinuirano ponavljaju jer svaku ekspanziju prati recesija,
2. vrhovi i dna poslovnih ciklusa ujedno predstavljaju točke obrata.

Može se zaključiti kako točke vrh i dno predstavljaju završetak jedne te početak druge faze poslovnog ciklusa. Tako donja točka, odnosno dno, označava kraj recesije te početak oporavka i ekspanzije, dok gornja točka, odnosno vrh, predstavlja kraj ekspanzije te upućuje na početak razdoblja opadanja i recesije.¹¹

Ciklusi rasta mjere se kao odstupanje BDP-a od trenda rasta te se zbog toga nazivaju i devijacijski ciklusi. Oni upućuju na sporiji ili brži rast gospodarstva s obzirom na pretpostavke.¹² Predstavljaju kratkoročne fluktuacije stope rasta ekonomske aktivnosti iznad i ispod krivulje dugoročnog trenda.¹³

U nastavku slijedi prikaz kretanja poslovnog ciklusa kroz četiri osnovne faze.

Grafikon 2. Faze klasičnog poslovnog ciklusa i ciklusa rasta



Izvor: izradila autorica prema knjizi: V. Arčabić, *Recesije i poslovni ciklusi u Europskoj uniji*, Zagreb, Ekonomski fakultet Zagreb, 2018., str. 54.

Slova predstavljaju određene faze poslovnih ciklusa: R – rast, B – „boom“, V – vrh, U – usporavanje, K – kontrakcija, Rc – recesija, D – dno, E – ekspanzija.

¹¹ V. Arčabić, op. cit., str. 53.

¹² loc. cit.

¹³ M. Babić, op. cit., str. 663.

Na slici se može uočiti kako faze „booma“ i recesije pripadaju fazama klasičnih poslovnih ciklusa jer su izvan pojasa od jedne standardne devijacije, dok faza usporavanja i faza ekspanzije predstavljaju faze ciklusa rasta.¹⁴

2.2.2. Vrste ciklusa s obzirom na trajanje

Postoje različite duljine trajanja poslovnih ciklusa. U literaturi se najčešće navode tri osnovne vrste ciklusa: kratki ciklusi koji traju 2 do 6 godina, srednji ciklusi čije se trajanje predviđa između 7 i 13 godina te dugi ciklusi koji traju 40 do 50 godina.¹⁵

Postoji klasifikacija poslovnih ciklusa u pet vrsta koju su dali Niemira i Klein 1994. godine:¹⁶

- poljoprivredni ili „cobweb“ ciklusi: 1 godina
- ciklus zaliha ili Kitchinov ciklus: 3 godine
- investicijski ciklus ili Juglarov ciklus: 7 – 11 godina
- građevinski ciklus ili Kuznetsov ciklus: 16 godina
- Kondratieff (Kondratjevljev) ciklus: 50 – 60 godina.

Poljoprivredni ili „cobweb“ ciklusi

Do fluktuacija u gospodarstvu dolazi zbog promjena u poljoprivrednoj proizvodnji te njezinoj ovisnosti o cijenama poljoprivrednih proizvoda iz prijašnjih razdoblja. Ova vrsta ciklusa uobičajeno traje oko godinu dana. Trenutna proizvodnja determinirana je prošlogodišnjim cijenama pa tako, ukoliko dođe do prirodnih pojava kao što su suša, poplava i slično, dolazi do smanjenja ponude što uzrokuje povećanje cijena proizvoda. Takva situacija za posljedicu će imati porast proizvodnje u nadolazećem razdoblju što će kasnije ponovno dovesti do pada cijena proizvoda te se takav ciklus neprestano ponavlja.¹⁷

¹⁴ V. Arčabić, op- cit., str. 55.

¹⁵ Đ. Benić, op. cit., str. 361.

¹⁶ M. Babić, op. cit. str. 655.

¹⁷ V. Arčabić, op. cit., str. 56.

Ciklus zaliha ili Kitchinov ciklus

Ova vrsta ciklusa nazvana je po Josephu Kitchinu, engleskom statističaru.¹⁸ Uz njega se veže pojam kratkih ciklusa. Prema ovoj teoriji, pojavu poslovnih ciklusa može uzrokovati nabava robe i materijala u proizvodnom procesu. Ciklus zaliha najčešće traje oko 3 godine. Danas se zalihama sve više daje pozornost te su od velike važnosti u procesu proizvodnje.¹⁹

Investicijski ciklus ili Juglarov ciklus

Juglarov ciklus dobio je ime po Clementu Juglaru. Teorija kaže kako uzrok cikličkih kretanja u gospodarstvu mogu biti investicijske promjene, odnosno povećanje investicija vodi prema fazi oporavka i ekspanzije što znači da porast investicija uzrokuje pozitivan ciklus, dok smanjenje investicija uzrokuje negativan ciklus koji je obilježen fazom recesije. Trajanje investicijskog ciklusa kreće se između 7 i 11 godina.²⁰

Građevinski ciklus ili Kuznetsov ciklus

Ciklus je dobio naziv po Simonu Kuznetsu, a trajanje se kreće između 15 i 20 godina iako se najčešće navodi 20. Izazivaju ga fluktuacije ekonomskih aktivnosti u građevinarstvu i srodnim djelatnostima.²¹ Dugo razdoblje trajanja ovog ciklusa demografskih čimbenika, dok je kratkoročni dio rezultat kreditiranja banaka. Gospodarski rast u ekonomiji vodi porastu potražnje za radom što vrši pritisak na plaće. Zbog povoljne situacije doći će do stvaranja novih obitelji čime raste potražnja za stambenim prostorom koja daje dodatni poticaj gospodarskom rastu te se takav proces nastavlja dalje.²²

Kondratjevjev ciklus

Ciklus je nazvan po Nikolaju D. Kondratjevu, ruskom ekonomistu, koji je tvrdio da se kratki ciklusi pojavljuju unutar dugih. To je dugi ciklus koji traje između 45 i 60 godina, a najčešće se navodi 50 te se zbog dugog trajanja naziva i Kondratjevjev dugi val.

¹⁸ Đ. Benić, op. cit., str. 361.

¹⁹ V. Arčabić, op. cit., str. 56.

²⁰ loc. cit.

²¹ Đ. Benić, op. cit., str. 362.

²² V. Arčabić, op. cit., str. 57.

Duge cikluse izazivaju tehnološki napredak, ratovi, revolucije, stvaranje novih država i otkrivanja zlata.²³

2.3. Teorije gospodarskih ciklusa

Svaki gospodarski ciklus različit je od ostalih i prema tome postoji niz različitih teorija koje ih pokušavaju objasniti. Sve teorije gospodarskih ciklusa mogu se razvrstati u dvije temeljne skupine: eksterne teorije i interne teorije.

Eksterne ili egzogene teorije jesu one koje objašnjenje, odnosno uzrok gospodarskim ciklusima traže izvan gospodarskog sustava, primjerice u ratovima, revolucijama, stopi rasta stanovništva, migracijama, otkrivanju novih područja, prirodnim izvorima, tehnološkim inovacijama, cijenama nafte i slično.²⁴ Kao vanjsku teoriju može se izdvojiti teoriju Sunčevih pjega koja pripada američkom ekonomistu Henryju Ludwellu Mooreu. Bit teorije je u tome da Sunčeve pjege svojom prosječnom periodičnošću od 10,5 godina (W.S. Jevons), odnosno 8 godina (H.L. Moore) znatno utječu na atmosferske prilike, a one na bogatiju ili siromašniju žetvu, što donosi više ili niže razine gospodarskih aktivnosti.²⁵

Za razliku od njih, interne ili endogene teorije jesu one koje gospodarske cikluse objašnjavaju fluktuacijama činitelja unutar gospodarskog sustava. Prema ovim teorijama svaka ekspanzija stvara recesiju, a svaka recesija oživljavanje i ekspanziju te se takav proces neprestano ponavlja. Unutarnjim teorijama pripadaju razne teorije koje polaze od monetarnih činitelja, zaliha, načela akceleracije, psiholoških činitelja i slično.²⁶

2.3.1. Monetarne teorije

Monetarne teorije objašnjavaju gospodarske cikluse ekspanzijom i recesijom novca i kredita. Djelovanje monetarnih činitelja dovodi do narušavanja stabilnosti te uzrokovanja ciklusa. Na njih se može utjecati pomoću monetarne politike te na taj način smanjiti nestabilnosti u gospodarstvu. Monetarnu teoriju objasnili su Ralph

²³ Đ. Benić, op. cit., str. 362.

²⁴ ibidem, str. 372.

²⁵ ibidem, str. 373.

²⁶ ibidem, str. 372.

George Hawtrey, engleski ekonomist, i Friedrich A. von Hayek, austrijski ekonomist.²⁷

Hawtrey opisuje gospodarske cikluse kroz promjenu kretanja novca. On objašnjava kako u slučaju posjedovanja viška sredstava kod banaka dolazi do smanjenja kamatnih stopa što za posljedicu dovodi do želje svih trgovaca za povećanjem zaliha te zbog toga proizvođači uslijed povećane potražnje za proizvodima povećavaju proizvodnju, a time i zaposlenost. S druge strane, Hayek gospodarske cikluse objašnjava prekomjernim investicijama. Polazi od ravnoteže pri punoj zaposlenosti te objašnjava kako monetarni činitelji uzrokuju neravnotežu između viših i nižih stadija proizvodnje: investicijska (kapitalna) dobra jesu dobra nižeg, a potrošna dobra jesu dobra višeg stadija proizvodnje.²⁸

Milton Friedman, američki ekonomist, također je proučavao gospodarske cikluse te ih objašnjavao na temelju postojanja veze s cikličkim kretanjem mase novca. Prema njegovom objašnjenju zaključuje se kako sve promjene koje se događaju u aktivnostima imaju istovremenu povezanost s promjenama u masi novca i obrnuto.²⁹

2.3.2. Teorija inovacija

Teorija inovacija uglavnom je vezana za grane tehnološke proizvodnje i organizacije poslovanja gdje se poslovni ciklusi događaju uslijed novih pronalazaka i njihove realizacije. Inovacije su te koje dovode do pojave neravnoteže u gospodarstvu zbog čega su pojedina razdoblja obilježena fazama ekspanzije, odnosno recesije. Ovoj teoriji uvelike su pridonijeli američki ekonomisti Alvin Harvey Hansen i Joseph Alois Schumpeter. Hansen je gospodarske cikluse definirao kao fluktuacije u proizvodnji, zaposlenosti i cijenama. Razvio je teoriju sekularne stagnacije u kojoj je navedeno kako je u kapitalističkim zemljama dostignut vrhunac zrelog gospodarstva u kojem se sve manje potiče porast stanovništva, naseljavanje novih područja te tehničke inovacije što za posljedicu dovodi do sve veće gospodarske nestabilnosti.³⁰

Prema Schumpeteru, inovacije su osnovni pokretač ekonomskih aktivnosti koje pridonose ostvarenju profita, a koji ne postoji u stanju ravnoteže u gospodarstvu.

²⁷ ibidem, str. 374.

²⁸ ibidem, str. 375.

²⁹ ibidem, str. 376.

³⁰ loc. cit.

Novi pothvati u gospodarstvu vode ostvarenju profita, odnosno ekstraprofita, koji međutim nestaju kad poduzetnici uđu u određenu granu povećavajući konkurenciju uz ostvarenje ravnoteže koja isključuje ekstraprofite.³¹ Schumpeter je razlikovao tri stadija u teoriji inovacija:³²

- novu ideju, model novog procesa ili proizvoda
- inovaciju kao uvođenje novog procesa ili proizvoda u komercijalnu uporabu, jer sve inovacije koje su patentirane ne mogu se koristiti profitabilno u proizvodnji
- difuziju inovacija među različite proizvođače

Za razvoj gospodarstva i ciklička kretanja temeljnu ulogu imaju inovatori i poduzetnici. Njihova težnja odnosi se na ostvarivanje profita čime se povećavaju investicije, dolazi do povećanja i proširenja proizvodnje, raste zaposlenost, ali rastu i cijene čime se ostvaruju visoki profiti. Dolaskom inovacija mijenja se dotadašnja organizacija rada i način poslovanja poduzeća koje je bilo uobičajeno. Zato su upravo poduzetnici prave osobe koje mogu doprinijeti promjenama svog poslovanja. Kako bi bili u mogućnosti to postići, moraju biti izuzetno marljivi, kreativni, uporni te inovativni. Kada inovacija u proizvodnom procesu počne mijenjati strukturu upravljanja i poslovanja poduzeća, počinju se ostvarivati vrlo visoki profiti, no ne zauvijek. Ubrzo će im se pridružiti konkurenti koji će im smanjiti njihove dobitke, a posljedica toga bit će brojni gubici, a proizvodnja će se smanjivati. S poteškoćama će se moći nositi jača i uspješnija poduzeća, dok će ona druga lako propasti.³³

2.3.3. Političke teorije gospodarskih ciklusa

Najznačajniji zagovornici političke teorije jesu M. Kalecki i W. Nordhaus. Ove teorije su usko povezane s ekonomskom politikom koju vode političari, na njima najprihvatljiviji način, kako bi ponovno mogli dobiti podršku i povjerenje birača, odnosno glavni cilj je zadržati svoju vlast. Prema tim teorijama, faza recesije trebala bi se pojaviti oko sredine mandata, dok bi ekspanzija bila najbolja prije novih izbora. Tada se nastoji mjerama fiskalne i monetarne politike povećati agregatnu potražnju

³¹ ibidem, str. 377.

³² M. Babić, op. cit., str. 661.

³³ loc. cit.

iza koje slijedi povećanje dohotka, smanjenje nezaposlenosti, no iza svega toga izražena je i povećana inflacija.³⁴

2.3.4. Teorija kumulativnog djelovanja multiplikatora i akceleratora

Prema ovoj teoriji, tumači se kako egzogene pojave izaziva kumulativno djelovanje multiplikatora i akceleratora čime dolazi do pravilnih cikličnih fluktuacija u proizvodnom procesu. Takvo djelovanje uzrokuje mnogobrojne uspone i padove u proizvodima, odnosno outputima. Načelo multiplikatora kazuje kako suprotan odnos investicija i štednje multiplicirano djeluje na nacionalni dohodak i zaposlenost. Tako, primjerice, ako dođe do povećana investiranja uz smanjenje štednje, povećat će se razina dohotka i zaposlenosti i obrnuto. Prema načelu akceleratora povećanje potrošnje uzrokuje porast investicija. Ako prodaja raste, povećavaju se nove netoinvesticije, a ako pada, povećavaju se netodezinvesticije.³⁵

2.3.5. Teorija ravnotežnih gospodarskih ciklusa

Teorija ravnotežnih ciklusa tvrdi kako su nedovoljne i nepotpune informacije te pogrešna predviđanja o kretanjima cijena zapravo ključni uzroci pojavljivanja ciklusa. Smatra se kako se djelovanje ciklusa može ukloniti ili barem ublažiti povećanjem dostupnih i točnih informacija o aktivnostima u gospodarstvu te vođenjem odgovarajuće ekonomske politike. Istraživanja o nesavršenosti informacija proveo je Robert Emerson Lucas. Lucasov model odnosi se na proučavanje malih mnogobrojnih gospodarstava koja proizvode identičan proizvod. Objašnjava se kako u slučaju da se cijena određenog proizvoda počne povećavati u odnosu na cijene ostalih, poduzeće će željeti povećati svoju proizvodnju. Ako sve ostale cijene rastu u istom iznosu kao i cijena pojedinog proizvoda poduzeća, tada ono neće biti zainteresirano za povećanu proizvodnju. U ovom modelu nastoji se objasniti kako dolazi do pojave ekspanzije u gospodarstvu tijekom povećanja opće razine cijena. Uvode se pretpostavke o pristupačnosti informacija kako bi se mogao dobiti odnos između kretanja opće razine cijena s odlukom o ponudi poduzeća jer se na temelju toga dolazi do objašnjenja odstupanja stvarnog BDP-a od potencijalnog.³⁶

³⁴ Đ. Benić, op. cit., str. 378.

³⁵ ibidem, str. 380.

³⁶ ibidem, str. 389.

2.3.6. Teorija realnog gospodarskog ciklusa nasuprot novim keynesijanskim teorijama

Teorija realnog gospodarskog ciklusa pripada suvremenim teorijama kojom se nastoje objasniti kratkoročne ekonomske fluktuacije uz zadržavanje pretpostavki klasičnog modela.³⁷ Razvili su je klasični makroekonomisti: Finn Erling Kydland, norveški ekonomist, i Edward Christian Prescott, američki ekonomist. Ova teorija odbacuje pretpostavke i modele neoklasičnih teorija i to ponajprije ravnomjerni tehnološki napredak te mehanička i arbitrarna pravila ponašanja, primjerice da je štednja konstantan dio dohotka. Teorija realnog ciklusa uvodi racionalna očekivanja pa tako, primjerice, potrošač odlučuje o potrošnji na temelju sadašnjih prikupljenih i dostupnih informacija kako bi maksimizirao trenutnu vrijednost za korisnost koju očekuje.³⁸

3. Tržište kapitala

U ovom poglavlju definira se pojam tržišta kapitala, navode se njegove karakteristike i podjela. Daljnji tekst odnosi se na burzu i burzovne indekse.

3.1. Pojam i obilježja tržišta kapitala

Tržište kapitala dio je cjelokupnog financijskog tržišta neke zemlje. Na tržištu kapitala trguje se dugoročnim vrijednosnim papirima. Jednostavnije rečeno, ono predstavlja tržište na kojemu se novčana sredstva traže i nude dugoročno. S druge strane, kratkoročnim vrijednosnicama trguje se na tržištu novca koji je drugi sastavni dio financijskog tržišta. Tržište kapitala predstavlja mjesto na kojemu se sastaju dvije strane, a to su imatelji viška financijskih sredstava te tražitelji koji potražuju financijske instrumente.³⁹ Najjednostavnija podjela tržišta kapitala je: tržište vlasničkih vrijednosnih papira, odnosno dionica i tržište dužničkih vrijednosnih papira, odnosno obveznica. Uz to, postoji još jedna kategorizacija tržišta kapitala koja se dijeli na nacionalno i međunarodno tržište kapitala. Na nacionalnom tržištu odnos ponude i potražnje, odnosno prodaje uspostavlja se unutar jedne zemlje te se plaćanje izvršava u nacionalnoj valuti. S druge strane, na međunarodnom tržištu

³⁷ ibidem, str. 395.

³⁸ ibidem, str. 397.

³⁹ M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Varaždin, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, 2012., str. 54.

trgovina se obavlja između različitih zemalja, a mogućnost plaćanja je u različitim valutama. Temeljni cilj tržišta kapitala je uspostaviti sigurnost, vidljivost, dostupnost javnosti te, najvažnije, likvidnost na tržištu. Ono pruža mogućnost poduzećima prikupljanje dugoročnih financijskih sredstava kako bi njima uspjeli uspostaviti dugoročnu strategiju svog poslovanja.⁴⁰

Sudionici na tržištu kapitala grupiraju se u četiri temeljne skupine: ⁴¹

- investitori
- korisnici kapitala
- posrednici
- država.

Investitori predstavljaju najznačajniju skupinu na tržištu kapitala i bez njih ono ne bi moglo funkcionirati jer su upravo oni imatelji slobodnih financijskih sredstava pomoću kojih ulažu u određene investicije. Njihov temeljni cilj je ostvarivanje dobiti, no moraju biti izuzetno sposobni i uspješni u procjenjivanju vrijednosti investicija za čije se ulaganje odlučuju. Stručnost i znanje neophodni su za kupnju investicije. Uspješnost postupka je upravo kupnja investicije u pravom vremenu, odnosno kada je njezina cijena ispod prave vrijednosti.⁴²

Korisnici kapitala jesu trgovačka društva, ali mogu biti i neki drugi pravni entiteti koji emitiraju vrijednosne papire. Postupkom izdavanja prikuplja se dodatni kapital kojim društva unaprjeđuju i proširuju svoje trenutno poslovanje.⁴³

Posrednike čine uglavnom banke, burze i ostale financijske institucije. Oni posreduju između investitora i korisnika kapitala, a njihov nadzor obavljaju državna tijela, a najvažniju ulogu ima Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, HANFA. Najbitnije kod posrednika, odnosno brokera je njihovo znanje, sposobnost i stručnost kako bi mogli procijeniti namjere i potrebe korisnika kapitala uslijed preuzimanja novca od investitora kako ne bi došlo do problema i neprihvatljivih postupaka.⁴⁴

⁴⁰ M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, op. cit., str. 54.

⁴¹ loc. cit.

⁴² ibidem, str. 55.

⁴³ loc. cit.

⁴⁴ loc. cit.

3.2. Podjela tržišta kapitala

Tržište kapitala dijeli se na dvije najznačajnije vrste, primarnu i sekundarnu.

3.2.1. Primarno tržište

Primarno je ono tržište kapitala na kojem se vrijednosnice emitiraju prvi put. Prodajom vrijednosnica, njezin izdavatelj, odnosno emitent, prikuplja nova, dodatna novčana sredstva čime se postiže osiguravanje poslovanja poduzeća. Drugim riječima, ovo tržište pruža mogućnost prodaje vrijednosnica samo jedanput jer sljedeća mora biti obavljena na drugom tržištu, odnosno sekundarnom.⁴⁵

3.2.2. Sekundarno tržište

Sekundarno tržište poznato je po prodaji i kupnji već emitiranih vrijednosnica. Trgovanjem na sekundarnom tržištu ne postiže se pribavljanje kapitala emitentima jer je to već postignuto na primarnom tržištu, nego se ovdje događa proces preprodaje vrijednosnica prije dospijea te one mijenjaju vlasnike prije emitiranih vrijednosnica. Zato se ovo tržište naziva i transakcijsko ili tržište „druge ruke“.⁴⁶

3.2.3. Tercijarno tržište

Trgovanje na burzi i šalterima predstavlja tzv. tercijarno tržište kapitala. Burze i OTC tržišta razlikuju se po formalnosti strukture. Burze zapravo uključuju fiksno mjesto trgovanja uz restriktivno definiranje sudjelovanja na tržištu te strogo specificirana pravila trgovanja. Za razliku od burzi, OTC tržišta, Over-The-Counter, trguje se preko šaltera ili pulta što znači da ne određuju fiksno mjesto trgovanja. Kod njih je važno naglasiti kako su puno važnija kao tržišta obveznica, nego kao tržišta dionica, a posrednici koji trguju vrijednosnim papirima na tim tržištima povezani su internacionalnom mrežom, telefonskom linijom te kompjuterskim sustavima.⁴⁷

⁴⁵ ibidem, str. 85.

⁴⁶ ibidem, str. 87.

⁴⁷ ibidem, str. 88.

3.2.4. Kvartalno tržište

U suvremenoj ekonomiji, pojavljuje se još i četvrto tržište kapitala, odnosno kvartalno. Njega karakterizira kompjuterska mreža velikog broja trgovaca. Predstavlja direktnu trgovinu između investitora gdje ne sudjeluju posrednici.⁴⁸ Trguje se velikim blogovima vrijednosnica, a cilj je smanjiti transakcijske troškove. Trgovci koji djeluju na tom tržištu nastoje postići bolju cijenu putem direktnih programa te mnogo bolje izvršenje, a ono po čemu se ističu je želja da ostanu anonimni.

3.3. Burza

Burza je najatraktivniji dio na kapitalnom tržištu. Kao što je već navedeno, ima značajan stupanj formalnosti strukture, a karakterizira ju trgovanje vrijednosnim papirima između posrednika po točno utvrđenim i strogim pravilima. Burza predstavlja udruženje registriranih članova i na njoj mogu trgovati samo članovi koji imaju uplaćeno jedno ili više mjesta. Temeljni zadatak burze je osiguravanje infrastrukture te trgovanje vrijednosnicama koje su uvrštene na njezinu listu.⁴⁹

3.3.1. Povijest i vrste burzi

Naziv burze potječe iz 14. stoljeća te se smatra da je ime dobila po plemićkoj obitelji Van der Burse koja je živjela u Belgiji. Kuća obitelji nalazila se na glavnom trgu grada Bruggea, dok su se u samoj kući i u blizini sastajali brojni trgovci radi obavljanja trgovačkih poslova. Uz robno i novčano poslovanje, s vremenom se pojavljuje i burzovno. U početku su burze predstavljale mjesta gdje su trgovci sklapali ugovore o kupnji i prodaji robe i vrijednosnica. Vrhunac trgovine vrijednosnicama dogodio se u 18. stoljeću s osnivanjem dioničkih društava. Zbog prenošenja kapitala i širenja špekulacije u prekomorske kolonijalne zemlje, dionička društva sve su se više razvijala. U 19. stoljeću najznačajnija investicija u gradnji cesta i željeznica bila je upravo dionica koje je u to vrijeme doživjela svoj vrhunac.⁵⁰

Postoje različite vrste burzi ovisno o kriteriju po kojemu se razvrstavaju. Tako, primjerice, prema značenju trgovačke djelatnosti postoje lokalne, nacionalne, regionalne te međunarodne burze. Nadalje, ukoliko raščlanjujemo burze s obzirom

⁴⁸ ibidem, str. 62.

⁴⁹ V. Leko, *Financijske institucije i tržišta*, Zagreb, mikrorad d.o.o., 2008., str. 87.

⁵⁰ ibidem, str. 59.

na burzovne poslove, tada se izdvajaju dvije temeljne vrste, a to su promptni poslovi koji su značajni po trenutnom izvršavanju sklopljenih ugovora te terminski poslovi koje karakterizira špekulacija. S obzirom na vlasništvo, odnosno način na koji je pojedina burza organizirana, može se podijeliti na privatnu ili državnu. Osim toga, bitna podjela burzi odnosi se na način obavljanja transakcija prema kojoj se razlikuju tradicionalne burze s parketom te elektroničke burze kod kojih se transakcije obavljaju isključivo putem računala.⁵¹

S obzirom na predmet burzovnog djelovanja, a ujedno i najznačajnija podjela burzi je: ⁵²

- burze vrijednosnih papira
- novčane burze (devizne burze)
- robne burze (žitne burze, naftne burze, burze zemnog plina, burze zlata, burze dijamanta)
- burze usluga.

Burze vrijednosnih papira, kako se može zaključiti prema njihovom nazivu, služe za obavljanje trgovine vrijednosnim papirima, odnosno dionicama i obveznicama. Važno za napomenuti je kako burza može biti specijalizirana na način da se na njoj može trgovati samo određenim vrstama vrijednosnica iako, bez obzira na to, burza u cjelini ima vrlo značajan efekt na svjetsko gospodarstvo. *Novčane i devizne burze* nazivaju se i valutnim burzama, a značajne su po trgovini efektivnim novcem. Najpoznatije novčane burze nalaze se u Londonu i Frankfurtu. *Robne burze* karakterizira trgovina specijaliziranim vrstama robe, primjerice kava, žito, pšenica. Najznačajnija svjetska robna burza je *Chicago Board of Trade*, a najpoznatija takva burza u Europi nalazi se u Hamburgu. *Burze usluga* predstavljaju burze na kojima se potpisuju određeni ugovori, primjerice prijevoz tereta u međunarodnom zračnom prometu.⁵³

3.3.2. Burzovni indeksi

Burzovni indeksi koriste se kako bi se procijenila kretanja na tržištu u određenom razdoblju. Indeks se računa po unaprijed definiranom matematičkom algoritmu sastavljen od određenih vrijednosnica koje su reprezentativni uzorak promatranog

⁵¹ ibidem, str. 60.

⁵² loc. cit.

⁵³ loc. cit.

tržišta što može značiti za cijelo tržište ili samo određeni segment trgovanja.⁵⁴ On zapravo odražava rezultate u promjeni cijena odabranih vrijednosnica koje se svakodnevno mijenjaju te upućuje na tendenciju kretanja cijena na burzi. Pregledom stanja na burzovnom tržištu, investitori mogu dobiti informacije o tome koliko su pojedine dionice uspješne. Jedan od najznačajnijih i najpoznatijih burzovnih indeksa je *Dow Jones Industrial Average* koji se temelji na uspješnosti dionica čak 30 velikih kompanija na Njujorškoj burzi.⁵⁵ Među ostalim poznatim svjetskim indeksima izdvajaju se: *S & P 500*, *NYSE Composite Index*, *FTSE 100*, *DAX*, *Nikkei* i ostali.

4. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj

U poglavlju koje slijedi, navedena su obilježja tržišta kapitala te je opisan njegov razvoj u Republici Hrvatskoj. Nadalje, spominju se najvažnije institucije na hrvatskom tržištu kapitala, opisan je razvoj Zagrebačke burze te na kraju slijedi objašnjenje indeksa.

4.1. Obilježja i razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj relativno je mlado te se ne može govoriti o prevelikom razvoju i napredovanju usporedno s drugim tržištima kapitala kao što su u New Yorku, Londonu i slično. U Republici Hrvatskoj postoji jedno uređeno tržište kojim upravlja Zagrebačka burza d.d. (ZSE – Zagreb Stock Exchange) kao tržišni operater.⁵⁶ Također, važno je napomenuti kako je rješenjem Trgovačkog suda u Zagrebu, Zagrebačkoj burzi pripojena Varaždinska burza koja s danom upisa, 16. ožujkom 2007. godine, prestaje postojati. Tim činom Zagrebačka burza postaje jedino mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj čime je napokon završen dugo pripreman proces konsolidacije hrvatskog tržišta kapitala i stvoreni uvjeti za njegov daljnji uspješan razvoj.⁵⁷

⁵⁴ ibidem, str. 63.

⁵⁵ M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, op. cit., str. 63.

⁵⁶ Službena stranica Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, dostupno na <<https://www.hanfa.hr>> (pristupljeno 30.06.2018.)

⁵⁷ Službena stranica Zagrebačke burze, dostupno na: <<http://www.zse.hr>> (pristupljeno 29.07.2018.)

4.2. Institucije na hrvatskom tržištu kapitala

Samoregulirajuće institucije mogu biti burze i brokerska društva iako se mora napomenuti kako je neizostavno djelovanje udruge brokera. Ako su u takvoj udruzi točno definirana pravila koja se primjenjuju te ukoliko se poziva na ugled i čast, pridonosi razvoju i unaprjeđenju tržišta kapitala više nego državni nadzor. Upravo zbog takvog pristupa, investitori će steći veće povjerenje. Udruga brokera predstavlja najvažniju i najznačajniju samoregulirajuću instituciju koja je odgovorna za ostvarivanje interesa članova, ali i svih ostalih sudionika koji trguju vrijednosnicama.⁵⁸ U Hrvatskoj, Udruga brokera okuplja pojedince koji moraju imati položen brokerski ispit ukoliko žele djelovati na tržištu kapitala. Najznačajnije institucije koje sudjeluju u nadzoru i provođenju prometa vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala jesu Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – HANFA i Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD.⁵⁹

4.2.1. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga - HANFA

HANFA djeluje od 01. siječnja 2006. godine te predstavlja najvažniju nadzornu instituciju na tržištu kapitala. Njezino djelovanje može se povezati s aktivnostima Hrvatske narodne banke koja također predstavlja najznačajniju nadzornu instituciju, ali za razliku od HANFE, na tržištu novca.⁶⁰ Neovisno i dosljedno postupanje, visoki standardi, odgovornost, timski rad i suradnja, proaktivnost, optimalno korištenje resursa samo su neke od brojnih vrijednosti koje se pripisuju HANFI.⁶¹ Za ostvarivanje svojih ciljeva HANFA temelje pronalazi u transparentnosti, izgradnji povjerenja između sudionika financijskog tržišta te pružanju informacija javnosti.⁶²

4.2.2. Središnje klirinško depozitarno društvo – SKDD

Središnje klirinško depozitarno društvo osnovano je 18. travnja 1997. godine. Društvo je bilo osnovano kao dioničko te predstavlja središnji registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira. Drugim riječima, predstavlja mjesto na kojemu se nalaze podaci o vrijednosnicama, njihovim izdavateljima te vlasnicima. Taj postupak obavlja se

⁵⁸ M. Kláčmer Čalopa i M. Cingula, op. cit., str. 81.

⁵⁹ ibidem, str. 82.

⁶⁰ loc. cit.

⁶¹ Službena stranica Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, dostupno na <<https://www.hanfa.hr>> (pristupljeno 30.06.2018.)

⁶² Službena stranica Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, dostupno na <<https://www.hanfa.hr>> (pristupljeno 30.06.2018.)

putem elektroničkih zapisa, odnosno računalnim sustavom. SKDD osnovano je od strane brokerskih društava i burzi koji, kao osnivači, mogu aktivno sudjelovati u nadzoru i kontroli samog društva iako se može reći da je ta uloga ipak sekundarna. Najvažnija uloga za koju su zaduženi je praćenje i kontrola nad prometom vrijednosnih papira kako bi se omogućila brzina, sigurnost i učinkovitost u provođenju transakcija na burzama. Važno je istaknuti kako aktivnosti i kontrolu nad djelovanjem društva obavlja HANFA.⁶³

4.3. Zagrebačka burza

U ovom poglavlju opisan je razvoj Zagrebačke burze te najvažniji burzovni indeksi.

4.3.1. Povijest i razvoj Zagrebačke burze

Prva burza organizirana u prosincu 1918. godine, nakon raspada Austro-Ugarske Monarhije, nazvana je *Zagrebačka burza za robu i vrednote*. Od iduće godine na burzi je razvijen promet vrijednosnim papirima, a kasnije se počeo trgovati i robom. Najčešće se trgovalo zemaljskim proizvodima, vrijednosnicama, mjenicama, devizama, valutama, plemenitim kovinama, ali i kovanim novcem.⁶⁴ Promet na burzi obavljao se vrlo uspješno sve do tridesetih godina kada je uslijedila bankarska kriza kojom je ukinuta trgovina vrijednosnim papirima zbog pada potražnje. Međutim, trgovina devizama, sirovinama i zlatom i dalje se nastavila sve do kraja Drugog svjetskog rata.⁶⁵ Nakon Drugog svjetskog rata, od 1945. godine, burza prestaje s radom jer kao špekulantska ustanova nije imala podršku socijalističkog uređenja u državi. Tek 1991.godine Zagrebačka burza doživjela je ponovnu obnovu i oživljavanje kada je utemeljena od strane 25 banaka i 2 osiguravajuća društva prema kojima je postala centralno mjesto za obavljanje trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj, a tu ulogu ima i danas.⁶⁶

⁶³ M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, op. cit., str. 87.

⁶⁴ ibidem, str. 69.

⁶⁵ D. Alajbeg i Z. Bubaš, *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*, Zagreb, Institut za javne financije, 2001., str. 15., dostupno na: <<http://www.ijf.hr/upload/files/file/knjige/trziste.pdf>> (pristupljeno 15.05.2018.)

⁶⁶ Službena stranica Zagrebačke burze, dostupno na: <<http://www.zse.hr>> (pristupljeno 29.07.2018.)

4.3.2. Indeksi Zagrebačke burze

Indeksi Zagrebačke burze mogu se podijeliti u dvije temeljne skupine, a to su: dionički indeksi i obveznički indeksi. Dioničke indekse čine: CROBEX, CROBEX10, CROBEXindu, CROBEXkons, CROBEXnutr, CROBEXplus, CROBEXtr, CROBEXtran i CROBEXturi. Od obvezničkih indeksa izdvajaju se: CROBIS i CROBISTR.

4.3.2.1. CROBEX

CROBEX je službeni indeks Zagrebačke burze koji se počeo objavljivati 01. rujna 1997. godine. Određuje se prema tržišnoj kapitalizaciji 30 najlikvidnijih dionica poduzeća u Hrvatskoj.⁶⁷ Predstavlja cjenovni indeks, a dividende nisu uključene u izračun. Bazna vrijednost iznosi 1.000 bodova. Sastoji se od ukupno 22 izdavatelja među kojima se mogu izdvojiti: Adris grupa d.d., Kraš d.d., Podravka d.d., Uljanik Plovidba d.d., Zagrebačka banka d.d. i mnoga druga društva. Može se kao primjer izdvojiti Zagrebačka banka d.d. koja izdaje 320.241.955 dionica.⁶⁸

4.3.2.2. CROBEX10

Indeks CROBEX10 u svom sastavu obuhvaća 10 dionica iz indeksa CROBEX, a također ima baznu vrijednost od 1.000 bodova. Za razliku od prvog indeksa kojemu je maksimalna težina pojedine sastavnice 10 %, kod CROBEX10 indeksa ona iznosi duplo više, odnosno 20 %. U sastavu se nalazi 10 ulagača, a najznačajniji su: VALAMAR RIVIERA d.d. s 126.027.542 dionice te HT d.d. s 81.670.064 dionice.⁶⁹

4.3.2.3. CROBIS

CROBIS je službeni obveznički indeks Zagrebačke burze koji se počeo objavljivati 01. listopada 2002. godine. Predstavlja cjenovni indeks koji je vagan na temelju tržišne kapitalizacije pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu ne može prijeći 35%.⁷⁰ „U sastav indeksa ulaze državne obveznice i obveznice državnih agencija koje

⁶⁷ M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, op. cit., str. 65.

⁶⁸ Službena stranica Zagrebačke burze, dostupno na: <<http://www.zse.hr>> (pristupljeno 29.07.2018.)

⁶⁹ Službena stranica Zagrebačke burze, dostupno na: <<http://www.zse.hr>> (pristupljeno 29.07.2018.)

⁷⁰ M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, op. cit., str. 66.

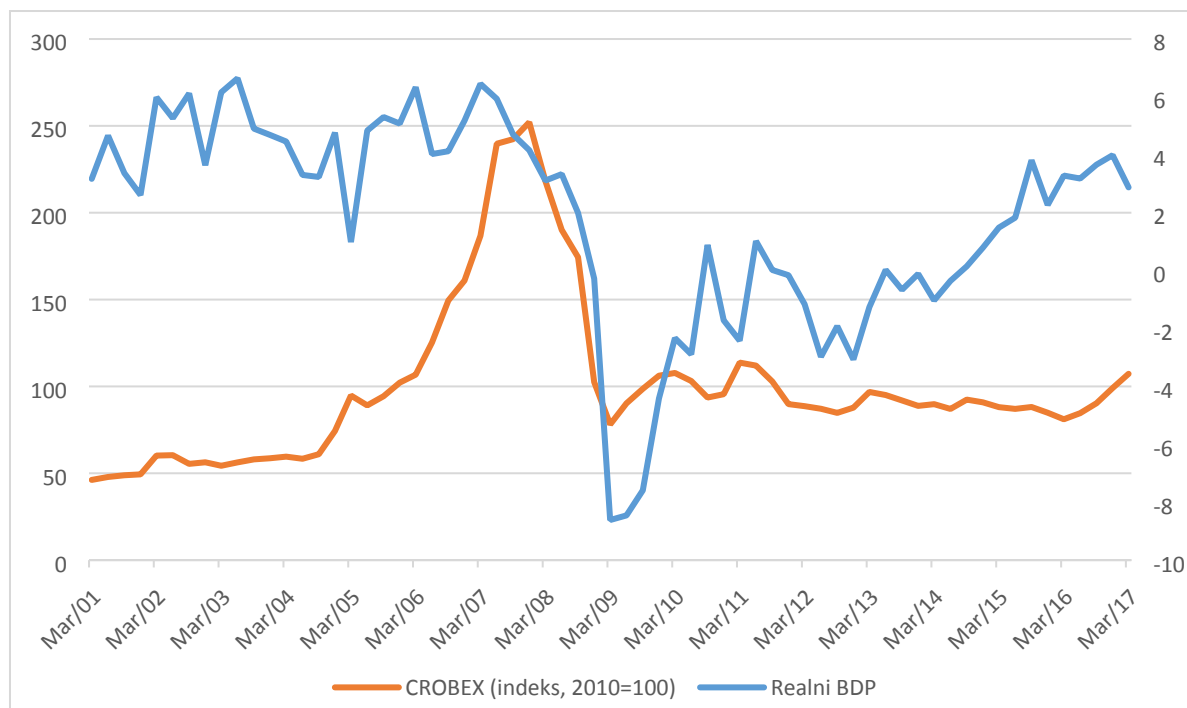
imaju nominalnu vrijednost izdanja veće od 75 milijuna eura, dospijeće veće od 18 mjeseci te fiksnu kamatnu stopu. Bazna vrijednost ovog indeksa je 100 bodova“.⁷¹

5. Povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj

Povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj ovaj rad prati u razdoblju od 2001. godine do 2016. godine, odnosno u vremenu prije i nakon krize. Za potrebe praćenja gospodarskih ciklusa u Republici Hrvatskoj koristit će se sljedeće varijable: realni BDP, osobna potrošnja, bruto investicije u fiksni kapital, fizički obujam građevinskih radova, realni promet od trgovine na malo, administrativna stopa nezaposlenosti i nominalne bruto plaće. Nabrojane varijable će se usporediti sa kretanjima na hrvatskom tržištu kapitala za što će se koristiti dionički indeks CROBEX.

U nastavku slijede grafički prikazi kretanja prethodno nabrojanih varijabli i dioničkog indeksa CROBEX u razdoblju od 2001. do 2016. godine počevši sa grafičkim prikazom kretanja realnog BDP-a i CROBEX-a.

Grafikon 3. Kretanje realnog BDP-a (desno, stope rasta) i CROBEX-a (lijevo, indeks)



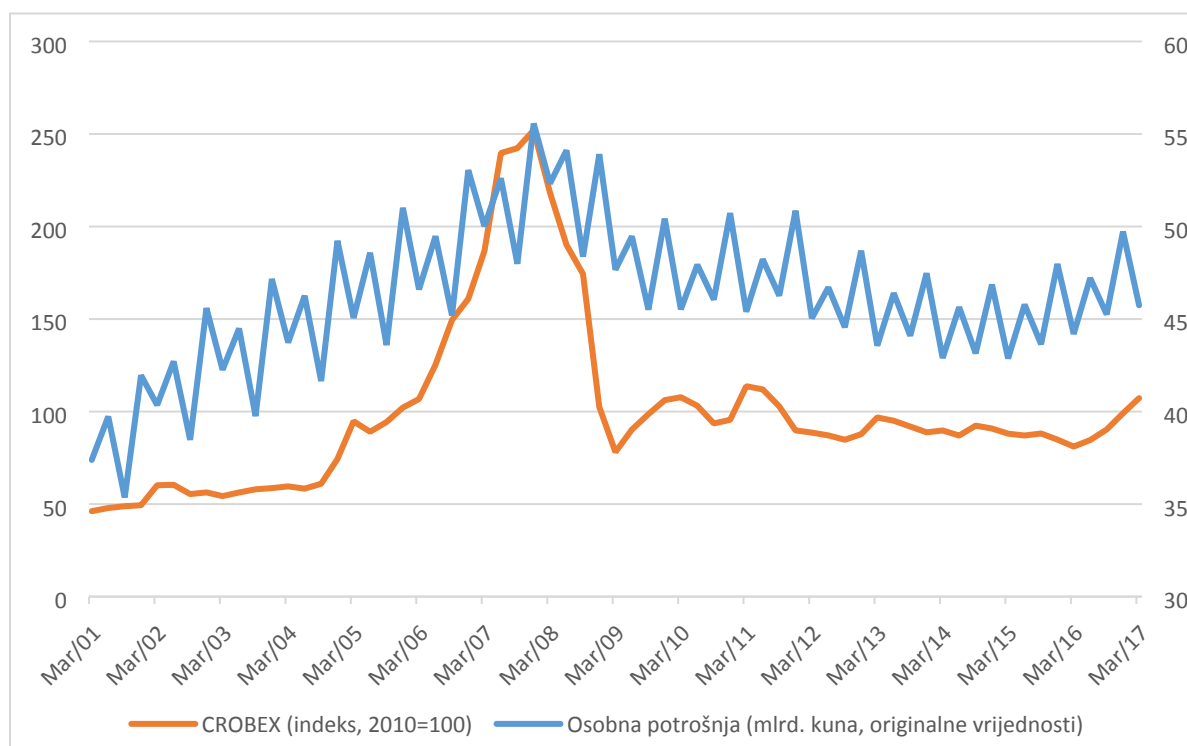
⁷¹ Službena stranica Zagrebačke burze, dostupno na: <<http://www.zse.hr>> (pristupljeno 29.07.2018.)

Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

Uočavamo da CROBEX i realne stope rasta BDP-a imaju slična kretanja. Naime, u vrijeme rasta CROBEX-a realne stope rasta BDP-a su pozitivne i obrnuto. Tijekom 2008. godine Hrvatska ulazi u recesiju što se očituje kao pad realne stope rasta BDP-a i u isto vrijeme dolazi do pada CROBEX-a. Ta nam kretanja ukazuju da između gospodarskih ciklusa rasta (ekspanzije) i pada (recesije) i kretanja na tržištu kapitala postoji povezanost.

U nastavku slijedi grafički prikaz kretanja osobne potrošnje i CROBEX-a.

Grafikon 4. Kretanje osobne potrošnje (desno, u mlrd. kuna) i CROBEX-a (lijevo, indeks)

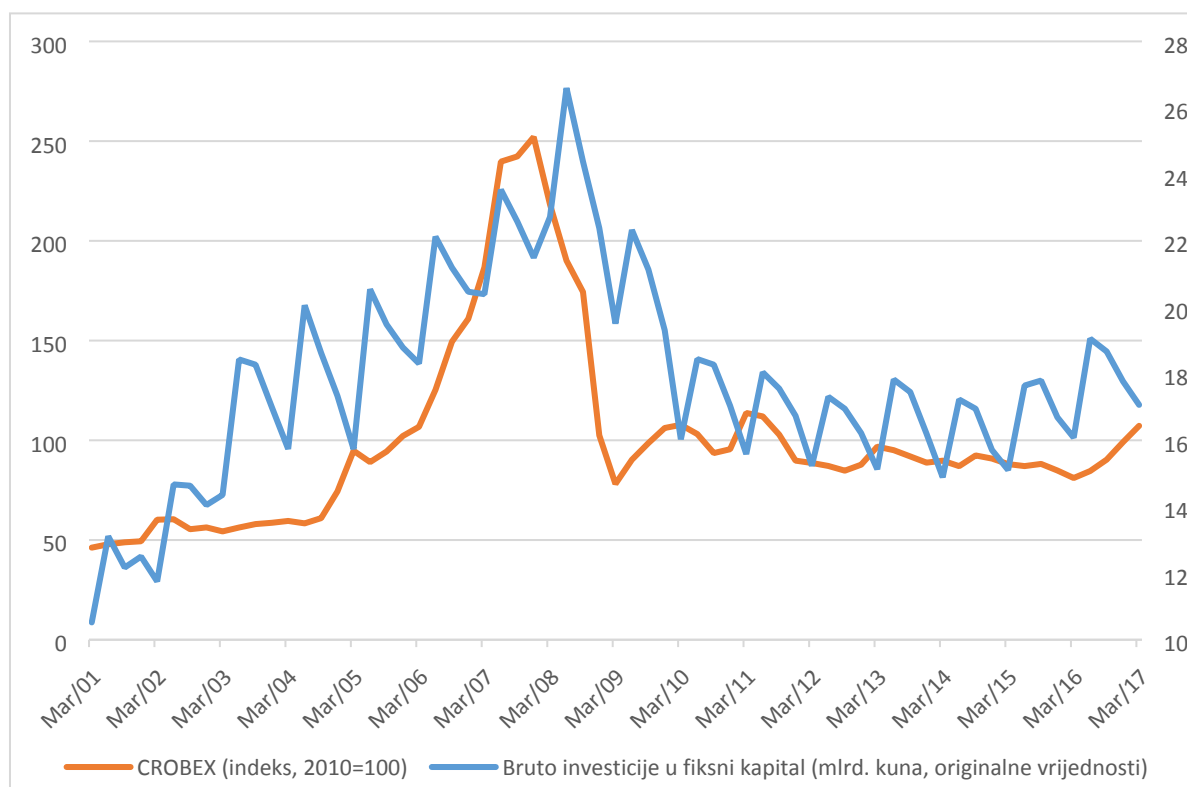


Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

U promatranom razdoblju oba pokazatelja imaju slična kretanja, odnosno uočava se rast osobno potrošnje i CROBEX-a do 2008. godine nakon čega slijedi pad do početka 2016. godine i ponovni rast. Jednako kao i u prethodnom grafikonu, možemo zaključiti da u vrijeme ekspanzije gospodarstva koja se očituje kao rast osobne potrošnje CROBEX raste, dok u vrijeme recesije koja se očituje kao smanjenje osobne potrošnje CROBEX pada.

U sljedećem grafikonu prati se kretanje bruto investicija u fiksni kapital i CROBEX-a.

Grafikon 5. Kretanje bruto investicija u fiksni kapital (desno. u mlrd. kuna) i CROBEX-a (lijevo, indeks)



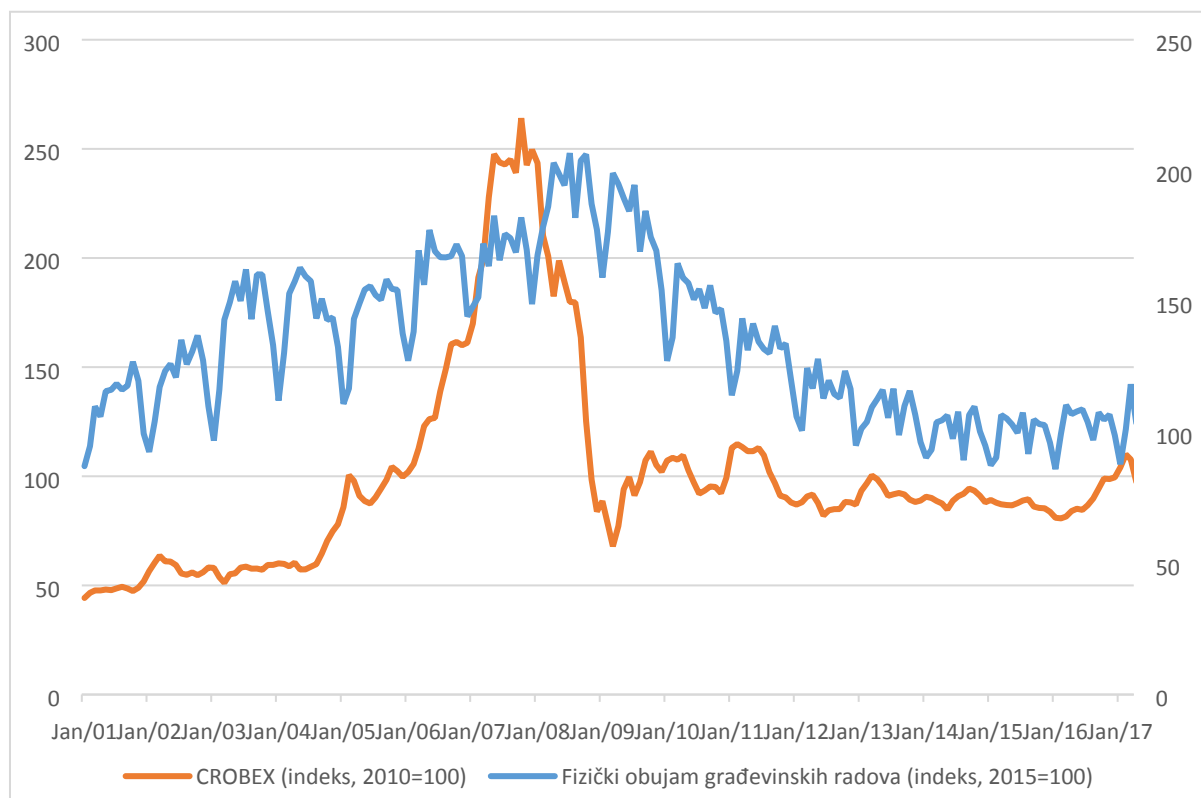
Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

Kao i na prethodnom grafikonu i ovdje se uočava slična situacija. Zapravo je riječ o velikoj sličnosti u kretanjima. Oba pokazatelja bilježe rast do početka krize nakon čega slijedi snažan pad i oporavak potkraj promatranog razdoblja. Možemo zaključiti

da u vrijeme ekspanzije gospodarstva koja se očituje kao rast investicija u fiksni kapital CROBEX raste, dok u vrijeme recesije koja se očituje kao smanjenje investicija u fiksni kapital CROBEX pada.

U nastavku slijedi usporedba fizičkog obujma građevinskih radova i CROBEX-a.

Grafikon 6. Kretanje fizičkog obujma građevinskih radova (desno, index) i CROBEX-a (lijevo, indeks)

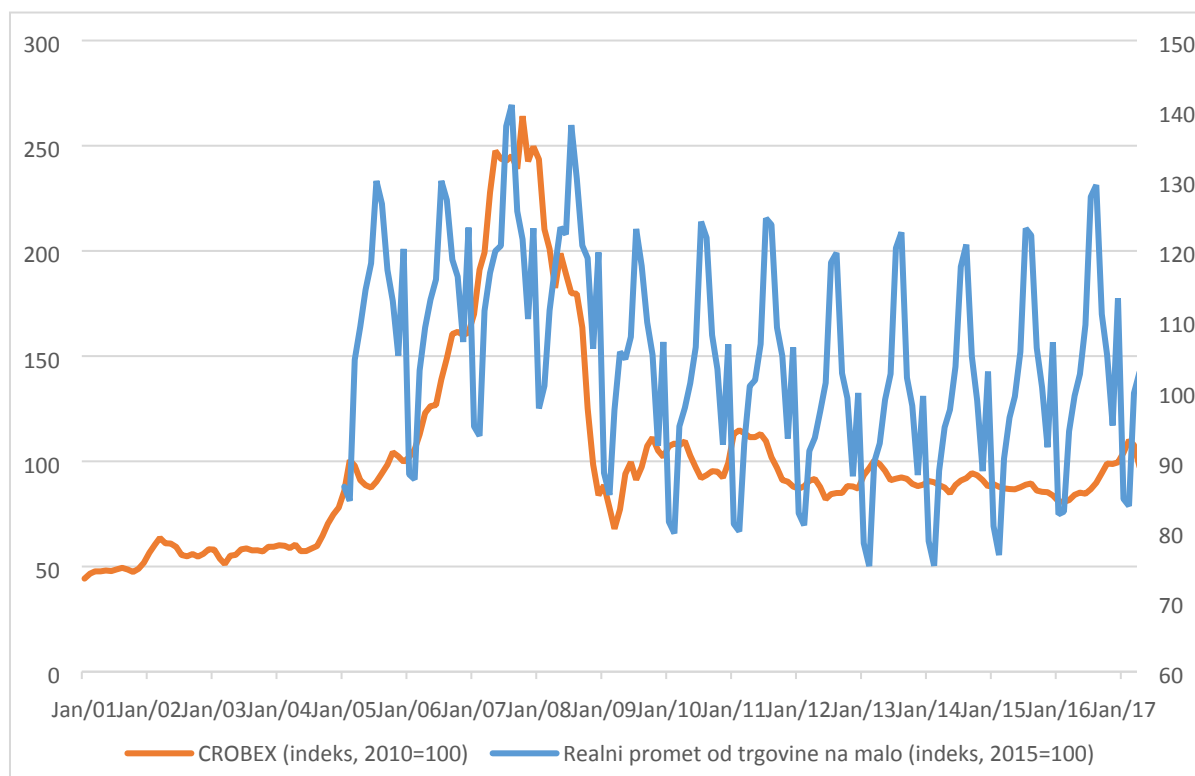


Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

I ovdje se može uočiti uska povezanost u kretanjima fizičkog obujma građevinskih radova i CROBEX-a. Možemo zaključiti da u vrijeme ekspanzije gospodarstva koja se očituje kao rast fizičkog obujma građevinskih radova CROBEX raste, dok u vrijeme recesije koja se očituje kao smanjenje fizičkog obujma građevinskih radova CROBEX pada.

Sljedeći grafikon prikazuje kretanje realnog prometa od trgovine na malo i CROBEX-a.

Grafikon 7. Kretanje realnog prometa od trgovine na malo (desno, index) i CROBEX-a (lijevo, indeks)

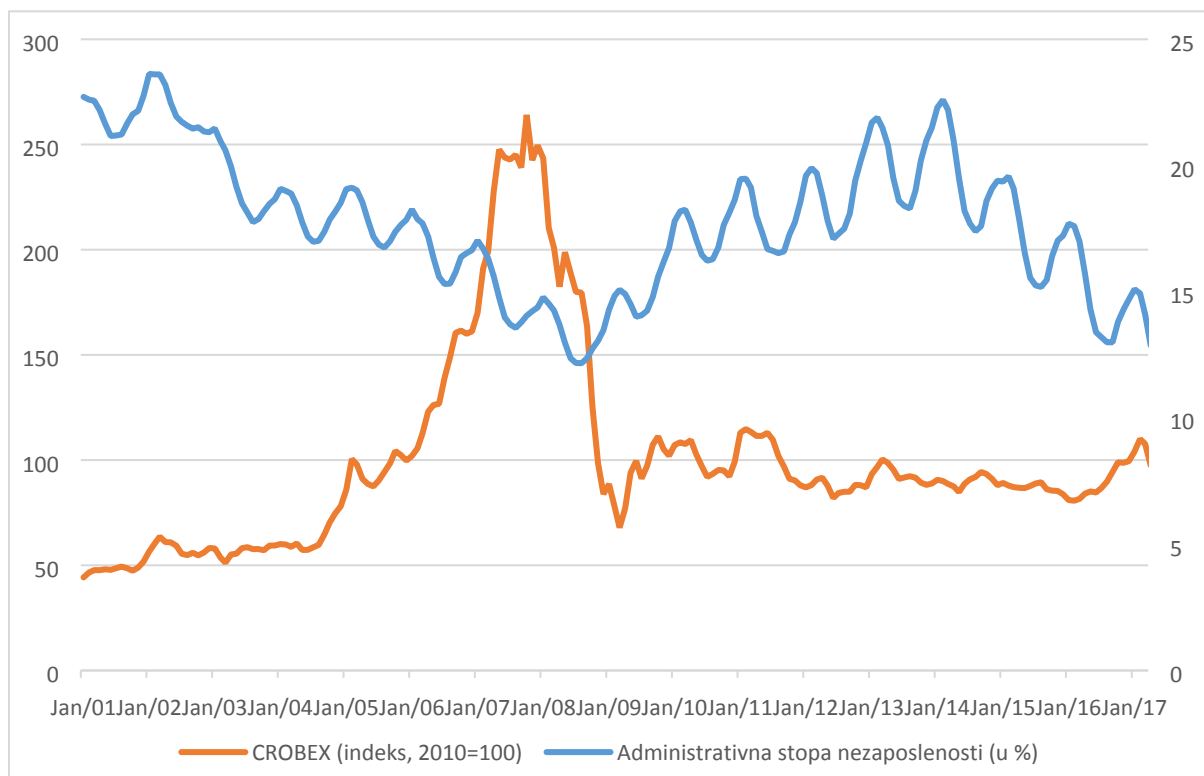


Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

Trendovi kretanja su slični kao i do sada. Zaključuje se da u vrijeme ekspanzije gospodarstva koje se očituje kao rast realnog prometa od trgovine na malo CROBEX raste, dok u vrijeme recesije koja se očituje kao smanjenje realnog prometa na malo CROBEX pada.

Sljedeći grafikon prikazuje kretanje administrativne stope nezaposlenosti i CROBEX-a.

Grafikon 8. Kretanje administrativne stope nezaposlenosti (desno, u %) i CROBEX-a (lijevo, indeks)

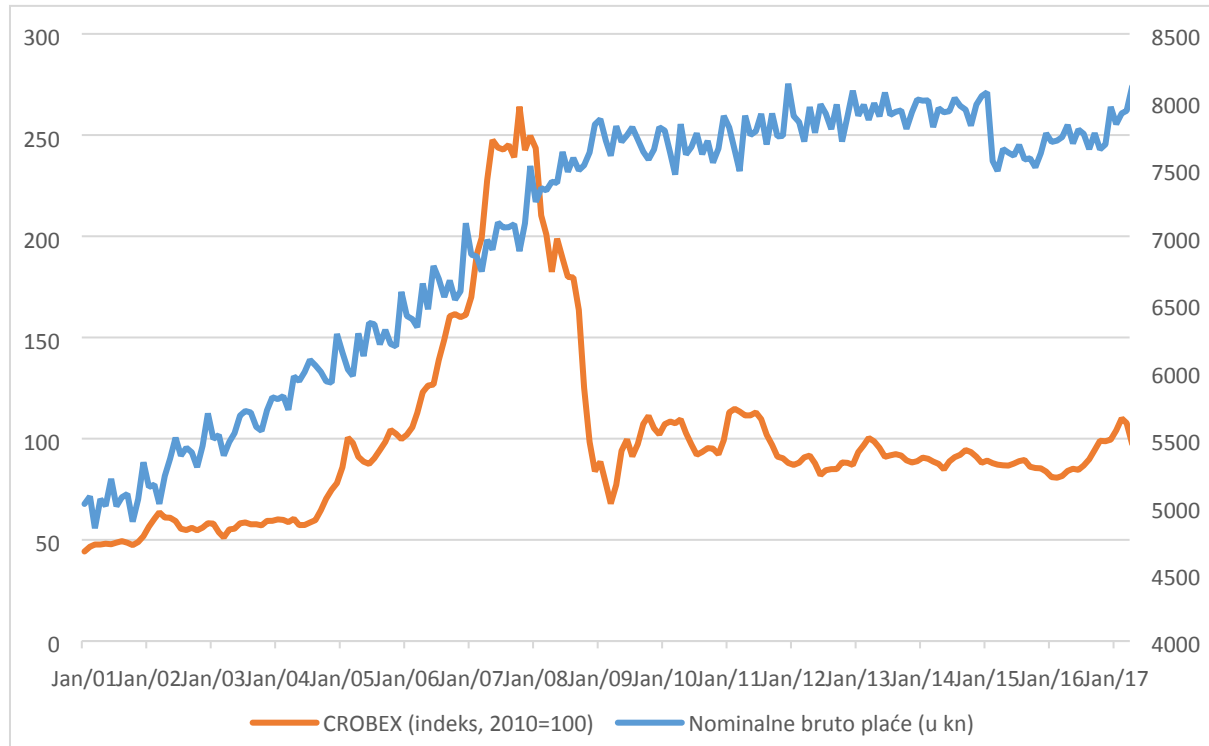


Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

Administrativna stopa nezaposlenosti ima obrnuto kretanje u odnosu na dionički indeks CROBEX. Stoga možemo zaključiti da u vrijeme ekspanzije gospodarstva kojese očituje kao smanjenje stope nezaposlenosti CROBEX raste, dok u vrijeme recesije koja se očituje kao porast stope nezaposlenosti CROBEX pada.

Sljedeći grafikon prikazuje kretanje nominalnih bruto plaća i CROBEX-a.

Grafikon 9. Kretanje nominalnih bruto plaća (desno. u kn) i CROBEX-a (lijevo, indeks)



Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

Kao i do sada, između plaća i CROBEX-a postoje sličnosti. Zaključuje se da u vrijeme ekspanzije gospodarstva koje se očituje kao rast nominalnih bruto plaća CROBEX raste, dok u vrijeme recesije koja se očituje kao smanjenje nominalnih bruto plaća CROBEX pada.

Prethodno opisani ekonomski pokazatelji i dionički indeks CROBEX ostvaruju očekivana kretanja u pojedinima fazama gospodarskih ciklusa. Cjelokupno razdoblje od 2001. do 2016. godine karakterizira jedno značajno razdoblje ekspanzije i jedno razdoblje recesije. Iako se Hrvatska trenutno nalazi u fazi rasta, još uvijek nisu dostignute one razine ekonomskih pokazatelja koje su postojale prije krize. Ono što se može zaključiti iz dosadašnjih grafičkih prikaza jest da između odabranih

ekonomskih pokazatelja gospodarskih ciklusa i kretanja na Hrvatskom tržištu kapitala prikazanih kroz indeks CROBEX postoji povezanost.

6. Zaključak

Razradom gospodarskih ciklusa, proučavanjem njihovih obilježja te promatranjem kretanja, može se zaključiti kako niti jedno gospodarstvo ne može konstantno biti u ravnoteži. Svako je gospodarstvo obilježeno povremenim padovima i poletima koji mogu biti kraćeg ili dužeg vijeka ovisno o tipu gospodarstva u kojemu se pojavljuju. Poznato je kako su vrh i dno zapravo maksimum, odnosno minimum koje neko gospodarstvo može postići, ali nakon toga slijedi obrnuti smjer kretanja. Ni jedna ekspanzija i ni jedna recesija nisu konstantne. Iza svake ekspanzije slijedi recesija i obratno. Proučavanje kretanja ciklusa od iznimne je važnosti za državu kako bi se moglo pretpostaviti stanje u budućnosti. Što je država upoznatija s njihovim kretanjem, moći će bolje djelovati te smanjiti negativne cikluse kako bi se izbjegla recesija koja može za sobom donijeti brojne dugoročne negativne posljedice. Također, ukoliko stanovništvo dobro poznaje gospodarske cikluse, moći će se lakše odlučiti na štednju ili pak potrošnju. Ako se radi o ekspanziji, dolazi do povećanja potrošnje, a time i proizvodnje i takvu situaciju obilježava veliko investiranje. Vrlo bitna činjenica je i povećanje zaposlenosti. U suprotnom, recesiju obilježavaju veliki pad potrošnje, proizvodnje, zaposlenosti, cijena, profita što za posljedicu ima i smanjenje količine novca u optjecaju. Nadalje, u radu se govorilo i o tržištu kapitala koje predstavlja mjesto trgovanja dugoročnim vrijednosnim papirima. Ono što je važno razumjeti je međusobna povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Hrvatskoj. Promatranjem kretanja odabranih ekonomskih pokazatelja poput osobne potrošnje, investicija i bruto plaća te dioničkog indeksa CROBEX-a, kao pokazatelja kretanja na tržištu kapitala, može se uočiti njihova međusobna povezanost. U razdoblju pada, odnosno recesije pokazatelji i CROBEX se smanjuju, dok je njihov rast uočljiv u tijeku oporavka prema ekspanziji. Svako kretanje na tržištu kapitala ima određenu povezanost s različitim stadijima gospodarskih ciklusa.

Literatura

Knjige:

1. ALAJBEG D. i BUBAŠ Z. (2001.) *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*. Zagreb: Institut za javne financije, dostupno na: <http://www.ijf.hr/upload/files/file/knjige/trziste.pdf> (pristupljeno 15.05.2018.)
2. ARČABIĆ V. (2018.) *Recesije i poslovni ciklusi u Europskoj uniji*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
3. BABIĆ M. (2007.) *Makroekonomija*. 15. dopunjeno i izmijenjeno izdanje. Zagreb: MATE d.o.o.
4. BENIĆ Đ. (2016.) *Makroekonomija*. Zagreb: Školska knjiga.
5. KLAČMER ČALOPA M. i CINGULA M. (2012.) *Financijske institucije i tržište kapitala*. 2. izdanje. Varaždin: Fakultet organizacije i informatike Varaždin.
6. LEKO V. (2008.) *Financijske institucije i tržišta*. Zagreb: mikrorad d.o.o.

Internet:

1. Službena stranica Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, dostupno na (<https://www.hanfa.hr>, pristupljeno 30.06.2018.)
2. Hrvatska narodna banka (2018): Bilten (<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>, pristupljeno 09.09.2018.) i
3. Zagrebačka burza (2018): Trgovinski podaci i statistike (<http://www.zse.hr/default.aspx?id=26521>, pristupljeno 09.09.2018.)

Prilozi:

Popis grafikona

1. Grafikon 1. Faze poslovnih ciklusa4
2. Grafikon 2. Faze klasičnog poslovnog ciklusa i ciklusa rasta6

3. Grafikon 3. Kretanje realnog BDP-a (desno, stope rasta) i CROBEX-a(lijevo, indeks).....	22
4. Grafikon 4. Kretanje osobne potrošnje (desno, u mlrd. kuna) i CROBEX-a (lijevo, indeks)	23
5. Grafikon 5. Kretanje bruto investicija u fiksni kapital (desno. u mlrd. kuna) i CROBEX-a (lijevo, indeks)	24
6. Grafikon 6. Kretanje fizičkog obujma građevinskih radova (desno, index) i CROBEX-a (lijevo, indeks).....	25
7. Grafikon 7. Kretanje realnog prometa od trgovine na malo (desno, index) i CROBEX-a (lijevo, indeks).....	26
Grafikon 8.Kretanje administrativne stope nezaposlenosti (desno, u %) i CROBEX-a (lijevo, indeks)	27
Grafikon 9. Kretanje nominalnih bruto plaća (desno. u kn) i CROBEX-a (lijevo, indeks)	28

Sažetak

Gospodarski ciklusi i tržište kapitala u Republici Hrvatskoj

Svrha rada je objasniti pojam gospodarskih ciklusa, opisati njihova temeljna obilježja, definirati pojam tržišta kapitala te pojasniti njegov razvoj i karakteristike. Kao ključni cilj ovoga rada je objasniti povezanost gospodarskih ciklusa s tržištem kapitala u Republici Hrvatskoj što je detaljno razrađeno i opisano putem analize grafova.

U prvom dijelu definiran je pojam ciklusa, njihova obilježja te osnovne vrste. Nakon toga, slijedi složenija razrada koja se odnosi na teorije gospodarskih ciklusa. Uz gospodarske cikluse objasniti će se i tržište kapitala, njegova temeljna obilježja i razvoj u Republici Hrvatskoj kao najvažnije institucije. U drugom dijelu rada definira se pojam tržišta kapitala, njegova osnovna podjela na četiri temeljna tržišta, a nakon toga slijedi definicija burze i burzovnih indeksa. U posljednjem poglavlju prikazana je povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj. Njihova povezanost opisana je u razdoblju od 2001. do 2016. godine, odnosno u razdoblju prije i poslije krize. Razradom gospodarskih ciklusa, može se zaključiti kako niti jedno gospodarstvo ne može konstantno biti u ravnoteži. Poznato je kako su vrh i dno zapravo maksimum, odnosno minimum koje neko gospodarstvo može postići, ali nakon toga slijedi obrnuti smjer kretanja. Ni jedna ekspanzija i ni jedna recesija nisu konstantne. Iza svake ekspanzije slijedi recesija i obratno. Ono što je važno razumjeti je međusobna povezanost gospodarskih ciklusa i tržišta kapitala u Hrvatskoj. Promatranjem kretanja odabranih ekonomskih pokazatelja poput osobne potrošnje, investicija i bruto plaća te dioničkog indeksa CROBEX-a, kao pokazatelja kretanja na tržištu kapitala, može se uočiti njihova međusobna povezanost. U razdoblju pada, odnosno recesije pokazatelji i CROBEX se smanjuju, dok je njihov rast uočljiv u tijeku oporavka, odnosno ekspanzije. Svako kretanje na tržištu kapitala ima određenu povezanost s različitim stadijima gospodarskih ciklusa.

Ključne riječi: gospodarski ciklusi, tržište kapitala, razvoj, ekspanzija, recesija, burza.

Summary

Economic cycles and the capital market in the Republic of Croatia

The purpose of the paper is to explain the concept of economic cycles, to describe their basic characteristics, to define the concept of capital market and to clarify its development and properties. The key objective is to explain the correlation of economic cycles with market capitalization in the Republic of Croatia, which has been elaborated and described in detail through graph analysis.

The first part defines the concept of cycles, their characteristics and basic species. Thereafter, there is a more complex elaboration of the theory of economic cycles. In addition, the capital market, its core features and development in the Republic of Croatia and the most important institutions will be explained. In the second part of the paper, the concept of the capital market is defined, its basic department on four basic markets, followed by the definition of the stock market and stock indexes. The last chapter shows the link between the economic cycles and the capital market in the Republic of Croatia. Their correlation is described in the period from 2001 to 2016, in the period before and after the global financial crisis. By developing economic cycles, it can be concluded that no economy can be permanently in balance. It is known that the top and bottom are actually the maximum, or the minimum that some economy can achieve, but thereafter follows the reverse direction of movement. No expansion and no recession are constant. Every expansion is followed by recession and inversely. What is important to understand is the interconnectedness of economic cycles and the capital market in Croatia. By observing the movements of selected economic indicators such as personal consumption, investment and gross wages, and share index CROBEX, as indicator of capital market movements, it can be noticed their interrelationships. In the period of falling or recession, indicators and CROBEX are decreasing, while their growth is noticeable in the course of recovery towards expansion. Any movement on the capital market has a certain correlation with the different stages of economic cycles.

Keywords: economic cycles, capital market, development, expansion, recession, stock market.