

II. AKTUALNE TEME

USPOREDNA ANALIZA HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA I FINANCIJSKIH SUSTAVA NAPREDNIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA

Martina Dalić*

Sažetak

Hrvatski financijski sustav ulazi u novu fazu svog razvoja. Nakon značajnih promjena koje su tijekom protekle dvije godine promijenile lice bankarskog sustava, stvoreni su uvjeti za intenzivniji razvoj nebankarskih posrednika i tržišta kapitala. U cilju stvaranja potpunije ocjene o dosegnutom stupnju financijskog razvoja, u ovom se radu uspoređuje hrvatski financijski sustav i financijski sustavi naprednih tranzicijskih zemalja. Usporedba se provodi pomoću standardnih pokazatelja veličine i aktivnosti bankarskih posrednika, nebankarskih posrednika i tržišta kapitala. Rezultati analize pokazuju da se hrvatski bankarski sustav svojom veličinom i aktivnošću nalazi na razini naprednih tranzicijskih zemalja. Istovremeno, nebankarski posrednici i tržište kapitala zaostaju za razinom razvijenosti koju su već dosegle napredne tranzicijske zemlje. Za očekivati je da će se zaostajanje u tom dijelu financijske razvijenosti relativno brzo smanjivati s obzirom na aktivnosti mirovinskih fondova, rast investicijskih fondova i razvoj tržišta obveznica koji su već u tijeku.

* *Martina Dalić, glavni ekonomist, Privredna banka Zagreb.*

1.

UVOD

Promjene koje su se u hrvatskom financijskom sustavu dogodile tijekom proteklih nekoliko godina ukazuju da se hrvatski financijski sustav nalazi na prekretnici i da na određeni način ulazi u novu fazu razvoja. Ovdje u prvom redu mislimo na procese kao što su privatizacija u bankarskom sustavu, pad kamatnih stopa, priliv depozita tijekom 2000. i 2001. godine koji je dosegao maksimum uoči uvođenja eura te, općenito, porast konkurentnosti u bankarskoj industriji. Istovremeno, zaživljavanje drugog stupa mirovinskog osiguranja, kao i pojava investicijskih fondova, dali su poticaj stvaranju kvalitetnih institucionalnih investitora. Daljnji korak u pravcu osnaživanja nebankarskih posrednika očekuje se od privatizacije najvećeg državnog osiguravatelja koja bi, kao i u slučaju bankarske industrije, trebala značajno pridonijeti povećanju aktivnosti i sveukupne efikasnosti sektora osiguranja. Nasuprot ovome, aktivnost tržišta kapitala je i dalje relativno niska. Međutim, dosegnuti stupanj razvoja bankarskog sustava i brzo jačanje nebankarskih posrednika, posebno investicijskih i mirovinskih fondova, pokazuju da potražnja na tržištu kapitala više nije ograničavajući faktor njegova razvoja. Pažnja će vjerojatno ubuduće u najvećoj mjeri biti usmjerena na pitanja ponude kvalitetnih instrumenata trgovanja.

Financijski razvoj nesumnjivo predstavlja vrlo značajnu sastavnicu tranzicijskog procesa koja u značajnoj mjeri određuje brzinu i uspješnost same tranzicije. Važnost financijskog razvoja u tranzicijskim zemljama ima posebnu težinu, jer osim restrukturiranja postojećih bankarskih posrednika u skladu s potrebama tržišnog gospodarstva, uključuje i izgradnju prethodno nepostojećih dijelova financijskog sustava - tržišta kapitala i dijela nebankarskih posrednika. Sve tranzicijske zemlje suočene su stoga i s problemom neravnoteže u strukturi svog financijskog sustava. Unatoč različitim rezultatima postignutim u razvoju tržišta kapitala i financijskim sustavima naprednijih tranzicijskih zemalja dominiraju banke tj. financijski sustavi svih tranzicijskih zemalja su bankocentrični. Kako zbog spomenutih promjena, hrvatski financijski sustav ulazi u novu fazu svog razvoja sve se češće javljaju pitanja da li je i u kojoj mjeri bankocentričnost financijskog sustava ograničavajući faktor financijskog razvoja i, općenito, gospodarskog rasta.

Cilj je ovoga rada usporediti hrvatski financijski sustav s financijskim sustavima naprednih tranzicijskih zemalja s obzirom na pokazatelje veličine i aktivnosti pojedinih strukturnih dijelova financijskog sustava. Osim

odgovora na pitanje kako se hrvatski financijski sustav pozicionira u odnosu na napredne tranzicijske zemlje, ovakva analiza ukazuje i na moguće pravce njegova daljnjeg razvoja. Rad je tematski podijeljen u dva dijela. U prvom se dijelu opisuju funkcije financijskog sustava u tržišnom gospodarstvu koje objašnjavaju zbog čega se u svakom gospodarstvu financijskom sustavu pridaje izuzetna važnost. Isto tako se ukratko prikazuju rezultati empirijskih studija o učincima financijskog razvoja na gospodarski rast. U drugom se dijelu analiziraju pokazatelji razvijenosti financijskog sustava za izabrani skup tranzicijskih zemlja.

2. BANKOCENTRIČNI NASUPROT TRŽIŠNOCENTRIČNIM FINANCIJSKIM SUSTAVIMA

Financijski sustav može se 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 (Levine, 1997).

Suštinski razlog nastanka financijskog sustava tj. financijskih institucija i tržišta su asimetrična distribucija informacija te troškovi prikupljanja informacija i obavljanja transakcija. Različite kombinacije informacijskih i transakcijskih troškova rezultiraju u različitim osobinama i organizaciji financijskih institucija i tržišta. Tradicionalno se veza između financijskog sustava i gospodarske aktivnosti pokušavala objasniti razlikama u načinu na koji bankocentrični sustavi (kojima dominiraju banke) i tržišnocentrični sustavi (kojima dominira tržište kapitala) ispunjavaju prethodno navedene funkcije¹.

¹ Zagovornici bankocentričnih sustava obično tvrde da tržište ne može kvalitetno obaviti zadatak smanjivanja informacijske asimetrije i korporativne kontrole. Oni smatraju da dominacija tržišta pogoduje pojavi problema 'slijepog putnika', jer se informacije brzo šire, a korist od informacija mogu ostvariti i oni koji nisu ulagali u njihovo prikupljanje. Kao rezultat toga, na razini ekonomije se premalo ulaže u prikupljanje informacija što pojačava problem asimetrije informacija i rezultira u neefikasnoj alokaciji štednje. Nasuprot ovome, privatnost i ekskluzivnost bankarskih informacija smanjuje mogućnost pojave problema 'slijepog putnika', a dugoročne veze između banaka i klijenata snižavaju troškove prikupljanja informacija i podižu njihovu kvalitetu. Istovremeno, razvijeno tržište rezultira u disperziranom vlasništvu, koje može imati slabije motive za izvršavanje vlasničke funkcije odnosno praćenje i kontrolu menadžmenta. Likvidna tržišta, tvrdi se, omogućavaju laku prodaju dionica zbog čega su imatelji dionica tj. vlasnici manje zainteresirani za praćenje kvalitete poslovanja poduzeća, čiji su vlasnici. Sve ovo, prema zagovornicima bankocentričnog sustava, rezultira u neefikasnoj

Razmišljanja o vezi između financijskog sustava i rasta kroz dihotomiju bankocentričnih i tržišnocentričnih sustava ima svoje polazište u studijama koje su razlike u ekonomskoj uspješnosti SAD-a i Velike Britanije s jedne strane, te Njemačke i Japana, s druge strane, pokušavale objasniti upravo razlikama u načinu organizacije njihovih financijskih sustava. Nabranjanje prednosti i nedostataka tržišnocentričnog i bankocentričnog sustava implicitno navodi na zaključak da između ova dva načina organizacije financijskog sustava postoji određeni "trade-off". Međutim, u novije se vrijeme javljaju gledišta koja tvrde da suprotstavljanje bankocentričnih i tržišnocentričnih sustava nije pravilan pristup u razumijevanju veze između gospodarskog rasta i financijskog sustava. Levine (1997) stoga predlaže funkcionalni pristup financijskom razvoju. Funkcionalni pristup naglašava da banke i tržište obavljaju različite i međusobno komplementarne usluge koje imaju pozitivne implikacije za rast. Važna je, stoga, sveukupna razvijenost i dostupnost financijskih usluga, a ne način organizacije financijskog sustava. Levine (2000) ističe da je moguće da su i banke i tržišta efikasni u osiguravanju financijskih usluga na određenom stupnju ekonomskog razvoja, zbog čega je bitno osigurati pretpostavke za bolje i efikasnije funkcioniranje i banaka i tržišta.

Na tragu ovakvog promatranja financijskog sustava su i neki teoretičari korporativnih financija, koji tvrde da su različite osobine financijskog sustava potrebne za nastanak malih i novih poduzeća u odnosu na osobine financijskog sustava koje odgovaraju već postojećim poduzećima. Stulz (2000) tvrdi da je tržište važno, jer ograničava moć banaka i omogućava nastajanje financijskih posrednika (kao što su, na primjer, "venture" kapitalisti), koji ulažu u glavnice što omogućuje malim poduzećima da, makar posredno, pristupe tržištu kapitala. Isto tako tržište omogućava poduzetnicima tzv. "izlaznu opciju" tj. prodaju vlasničkog udjela, u cijelosti ili djelomično, ukoliko im je to potrebno. Nasuprot ovome banke su bitne, jer malim poduzećima u nastajanju osiguravaju fazno financiranje, gdje

alokaciji štednje, neefikasnim investicijama i nižem gospodarskom rastu (Gorton, 2001; Levine, 1997).

Argumenti zagovornika tržišnocentričnog sustava su u suštini zrcalna slika kritika koje se upućuju tržišnocentričnim sustavima. Zagovornici tržišnocentričnog sustava naglašavaju da je primarni cilj banaka sigurnost povrata, zbog čega one potiču investitore na poduzimanje konzervativnih projekata te novi i rizičniji projekti s višim povratom ostaju bez financiranja. Nasuprot ovome, razvijena i likvidna tržišta kapitala omogućavaju transformaciju vlasništva tijekom životnog vijeka projekta, što ohrabruje investitore da ulažu u projekte s dužim rokovima dospijanja i višim prinosom. Tvrdi se također da s izgradnjom dugoročnog odnosa s klijentima menadžment banaka stječe ogroman utjecaj na svoje klijente koji može biti zloupotrijebljen odnosno menadžment banaka se može naći u ulozi efektivnih vlasnika. Konačno, zagovornici tržišnocentričnih sustava ističu da tržište stvara bogatiji i fleksibilniji skup financijskih instrumenata što omogućava kvalitetnije i djelotvornije upravljanje rizikom (Gorton, 2001; Levine, 1997).

mogućnost korištenja novog financiranja ovisi o uspješnosti prethodne faze čime se djelomično rješava problem nepostojanja kolaterala koji je karakterističan za nova poduzeća.

Konačno, La Porta et al. (1998) odbacuju analitičku valjanost rasprave o važnosti financijske strukture i predlažu četvrti način promišljanja financijskog razvoja tzv. "pravni" pristup. Naime, La Porta et al. (1998) tvrde da financije nisu ništa drugo do skup ugovora, čija djelotvornost ovisi o efikasnosti cjelokupnog pravnog sustava. Djelotvornost pravnog sustava osigurava visok stupanj zaštite investitora (i kreditora i dioničara), zbog čega se povećava njihova spremnost financiranja investicijskih projekata. La Porta et al. (2000) također zaključuju da pravno porijeklo nacionalnih zakonodavstava objašnjava razlike u načinu organizacije financijskih sustava².

3. EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA O VEZI IZMEĐU FINANCIJSKE RAZVIJENOSTI I RASTA

Najveći broj studija nastalih prije 90-ih godina dvadesetog stoljeća bio je usmjeren na detaljne opisne analize pojedinih zemalja. Empirijska su istraživanja bila rijetka, obuhvaćala su ograničeni broj zemalja i nisu sistematski uzimala u obzir sve determinante gospodarskog rasta (Levine, 1997). Značajan poticaj empirijskim istraživanjima dala je izrada baza podataka Demirgüç-Kunt i Levine (1996) te Beck, Demirgüç-Kunt i Levine (2000) koje su omogućile empirijsko identificiranje kanala kojima financijski razvoj djeluje na rast kao i provjeru da li je razlika u strukturi financijskog sustava (bankocentrični nasuprot tržišnocentričnim sustavima) uopće važna za rast.

Mnogobrojna istraživanja veze između financijskih sustava i rasta jednoglasno su potvrdila da financijska struktura sama po sebi, odnosno razlikovanje bankocentričnih i tržišnocentričnih sustava, nije dobar način razlikovanja financijskih sustava. Nasuprot ovome, sva istraživanja potvrđuju da je sveukupna

² *Pronalaze da zemlje čiji pravni sustavi bolje štite prava dioničara, kreditora i općenito vanjskih investitora imaju razvijenije tržište kapitala i, u pravilu, tržišnocentrične financijske sustave. Nasuprot ovome u zemljama, gdje je ta zaštita niža, razvijaju se bankocentrični sustavi. Porijeklo svih pravnih sustava ima četiri izvorišta: englesko pravo (common law), francusko pravo, njemačko i skandinavsko pravo. Istraživanja pokazuju da zemlje s engleskim pravom najbolje štite prava vanjskih investitora, dok je ta zaštita najslabija u zemljama s francuskim pravom. Njemačko i skandinavsko pravo su između ova dva ekstrema, iako imaju nešto snažniju zaštitu kreditora.*

financijska razvijenost, mjerena aktivnošću banaka prema privatnom sektoru i likvidnošću tržišta kapitala, odrednica dugoročnog rasta. King i Levine (1993) su, među prvima, uključili mjere financijskog razvoja u istraživanja gospodarskog rasta i utvrdili njihovu objašnjavajuću sposobnost. Levine i Zervos (1998) su pak prvi empirijski pokazali da su banke i tržište komplementarni i međusobno nadopunjujući dijelovi financijskog sustava. Štoviše, Levine (2000) identificira zemlje s neuravnoteženim financijskim sustavima tj. zemlje koje obilježava velika razlika u razvijenosti banaka i tržišta. Međutim, ne nalazi da su razlike u ekonomskoj aktivnosti ovih zemalja posljedica opažene strukturne neravnoteže, već se ponovo pokazuje signifikantnost sveukupne financijske razvijenosti. U prilog važnosti sveukupne financijske razvijenosti govore i rezultati istraživanja na uzorku tranzicijskih zemalja (Šonje, 1999; Dalić, 2002). Panel analizom na uzorku dvanaest tranzicijskih zemalja Dalić (2002) nalazi dokaze u prilog međusobne komplementarnosti banaka i tržišta kapitala.

Beck, Levine i Loayza (2000) te Levine (2000) su istraživali kanale kroz koje financijska razvijenost djeluje na dugoročni rast. Oba istraživanja pronalaze čvrste dokaze da efekti financijske razvijenosti na rast djeluju kroz rast produktivnosti, dok se efekti financijske razvijenosti na akumulaciju kapitala i stope štednje nisu pokazali signifikantnima. Isto tako ovi autori pronalaze dokaze u prilogu "pravnog" pristupa tj. da pravni sustav ima središnju ulogu u dinamici razvoja financijskih posrednika i, posljedično, u dostupnosti financijskih usluga.

Važnost ukupne financijske razvijenosti za rast pokazala su i istraživanja provedena na podacima na razini grana i poduzeća. Rajan i Zingales (1998) su na podacima vremenskog presjeka na razini industrijskih grana pokazali da industrije koje se jače oslanjaju na eksterno financiranje rastu brže u zemljama s razvijenim financijskim sustavima. Zaključili su da se učinak financijskog razvoja pokazuje primarno kroz rast broja poduzeća u ekonomiji, a manje kroz rast prosječne veličine postojećih poduzeća. Do sukladnih zaključaka dolaze i Beck et al. (2000), koji su također pokazali da će poduzeća puno vjerojatnije rasti po stopama koje zahtijevaju eksterno financiranje u ekonomijama gdje je pravni sustav pogodan za razvoj aktivnog tržišta kapitala i razvijenih banaka. Temeljem podataka na razini poduzeća Demirgüç-Kunt i Maksimović (2002) zaključuju da tržište kapitala i bankarski sustav različito djeluju na sposobnost poduzeća da osiguraju eksterno financiranje. Ukupna razvijenost banaka i tržišta općenito poboljšava mogućnosti financiranja. Razvijenost tržišta kapitala je vezana uz mogućnosti dugoročnog financiranja, dok je razvijenost bankarskog sustava vezana uz dostupnost kratkoročnog financiranja.

Zajednička osobina svih dostupnih istraživanja je da su ona rađena na podacima, koji se u pravilu odnose na razdoblje od početka 60-ih ili 70-ih godina do najkasnije 1997. godine. Svi prikazani zaključci su stoga uobličeni na vremenskom razdoblju u kojem su tokovi kapitala bili relativno ograničeni ili, u najboljem slučaju, obuhvaćaju početak 90-ih kada dolazi do značajnog intenziviranja međunarodnih tokova kapitala. Međutim, globalizacija i brzo rastuća integracija tržišta kapitala otvaraju pitanje da li su nacionalni finansijski sustavi uopće važni za gospodarski rast. Iako će se o ovom pitanju u literaturi sasvim sigurno još mnogo govoriti, ono je posebno značajno za tranzicijske zemlje koje intenzivniji razvoj svojih finansijskih sustava otpočinju u razdoblju već uznapredovale globalizacije i integracije finansijskih sustava. Dio odgovora na pitanje o relevantnosti razvoja nacionalnih finansijskih sustava nude Guiso, Sapienza i Zingales (2002). Oni su istraživali važnost lokalne (regionalne) razine finansijske razvijenosti na primjeru Italije. Temeljna pretpostavka njihovog istraživanja je da razina integracije koju je doseglo talijansko tržište (nakon 140 godina od osnivanja talijanske države) predstavlja gornju granicu integracije koju ikad može doseći svjetsko finansijsko tržište. Guiso, Sapienza i Zingales (2002) pronalaze dokaze da je lokalna razina finansijske razvijenosti važna čak i na savršeno integriranom tržištu. Međutim, lokalna razvijenost finansijskog sustava ima veliku važnost samo za male i srednje firme dok se ne pokazuje značajnom za velika poduzeća koja mogu jednostavno pristupiti međunarodnom tržištu kapitala i internacionalno prisutnim bankama³.

Navedeni empirijski dokazi pokazuju da bankocentrična finansijska struktura ne bi, sama po sebi, trebala biti prepreka rastu i razvoju ekonomije. Bitna je dostupnost finansijskih usluga. Međutim, isto je tako jasno da aktivno i likvidno tržište kapitala (ne nužno i veliko) predstavlja nužnu sastavnicu finansijskog sustava, čija važnost ne nestaje niti na savršeno integriranom tržištu. Za zaključiti je stoga da se uloga pojedinih dijelova finansijskog sustava mijenja s razvojem pojedine ekonomije. Za tranzicijske zemlje su, smatramo, naročito poučni oni empirijski dokazi koji ukazuju na važnost lokalnog tržišta kapitala za razvoj malih i srednjih poduzeća - uz sve ograde vezane uz različitost značenja "malo" i "srednje" u različitim ekonomijama.

³ Rezultati njihovih istraživanja pokazuju da je vjerojatnost osnivanja novog poduzeća u finansijski najrazvijenijim regijama 33 posto veća nego u finansijski najmanje razvijenim regijama. U finansijski razvijenim regijama veća je prisutnost novih poduzeća kao i gustoća postojećih poduzeća po stanovniku. Konačno, BDP po stanovniku raste 1 posto brže nego u finansijski manje razvijenim regijama.

4.

FINANCIJSKI SUSTAVI NAPREDNIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA: USPOREDNA ANALIZA

Hrvatski financijski sustav se uspoređuje s financijskim sustavima naprednih tranzicijskih zemlja koje, za potrebe ove analize, obuhvaćaju Sloveniju, Češku, Mađarsku, Slovačku i Poljsku. Cilj je analize usporediti financijske sustave temeljem pokazatelja veličine i aktivnosti cjelokupnog financijskog sustava kao i pokazatelja veličine i aktivnosti najvažnijih dijelova financijskog sustava: banaka, nebankarskih posrednika i tržišta kapitala.

Tablica 1 prikazuje pokazatelje veličine financijskog sustava uprosječene na razdoblju 1998-2001. Za usporedbu su također prikazani i pokazatelji za neke članice EU i SAD. Veličina bankarskog sustava mjeri se udjelom ukupne konsolidirane aktive bankarskog sustava u BDP-u. Veličina tržišta kapitala mjeri se udjelom ukupne tržišne kapitalizacije u BDP-u. Ukupna tržišna kapitalizacija definirana je kao zbroj tržišne kapitalizacije dionica i tržišne vrijednosti obveznica na kraju godine. Nebankarski posrednici obuhvaćaju sektor osiguranja, mirovinske i investicijske fondove te ostale institucionalne investitore. Veličina nebankarskih posrednika mjeri se udjelom aktive navedenih nebankarskih posrednika u BDP-u.

Podaci u tablici 1 pokazuju da financijskim sustavima svih tranzicijskih zemalja dominiraju banke. Strukturna neravnoteža u korist banaka ne iznenađuje, jer su sve tranzicijske zemlje ušle u proces tranzicije bez tržišta kapitala i sa osiguranjima kao jedinim dijelom nebankarskog sektora. U svim ovim zemljama tranzicijski proces znači, osim restrukturiranja bankarskog sustava u skladu s potrebama tržišnog gospodarstva, i izgradnju prethodno nepostojećih dijelova financijskog sustava - tržišta kapitala i dijela nebankarskih posrednika. Financijski sustavi svih promatranih zemalja i svi njegovi strukturni dijelovi (uključujući i banke) stoga se još uvijek nalaze u fazi razvoja i prilagođavanja potrebama tržišne ekonomije. Ne čudi stoga da veličina financijskog sektora i u naprednim tranzicijskim zemljama još uvijek značajno zaostaje za financijskim sustavima razvijenih zemalja. Zaostajanje je prisutno u svim dijelovima financijskog sustava, iako se bankarski sustav izdvaja kao onaj dio financijskog sustava, gdje je to zaostajanje najmanje. Hrvatski bankarski sustav je, prema prikazanim podacima, veličinom usporediv s bankarskim sustavima naprednih tranzicijskih zemalja. Međutim, strukturna neravnoteža u razvijenosti banaka i nebankarskog sektora isto kao i tržišta kapitala u Hrvatskoj je izraženija nego u ostalim promatranim tranzicijskim zemljama.

Tablica 1.

VELIČINA FINANCIJSKOG SUSTAVA

	Aktiva bankarskog sustava/BDP, prosjek 1998-2001.	Aktiva nebankarskih posrednika/BDP, prosjek 1998-2001.	Tržišna kapitalizacija/BDP, prosjek 1998-2001.****
Češka	101,9	18,6*	34,9
Hrvatska	71,9	8,4***	14,0
Mađarska	60,2	11,8***	55,5
Poljska	52,3	4,3*	27,5
Slovačka	88,5	-	23,6
Slovenija	75,1	17,2***	26,5
Prosjek navedenih tranzicijskih zemalja	75,0	12,1	30,3
Italija	105,7*	88,3**	58,2
Grčka	110,0*	35,0**	80,3
Austrija	187,1*	61,5*	15,6
Njemačka	178,8*	74,2*	61,6
SAD	85,2*	198,0*	155,1

Izvor: International Financial Statistics, World Federation of Stock Exchanges, OECD, nacionalni izvori i izračuni autora.

* Prosjek 1998 -2000. ** Prosjek 1998-1999. *** Prosjek 1998-2001.

**** Za tranzicijske zemlje prosječna kapitalizacija dionica i tržišna vrijednost obveznica, dok se za razvijene zemlje prikazuje samo kapitalizacija dionica.

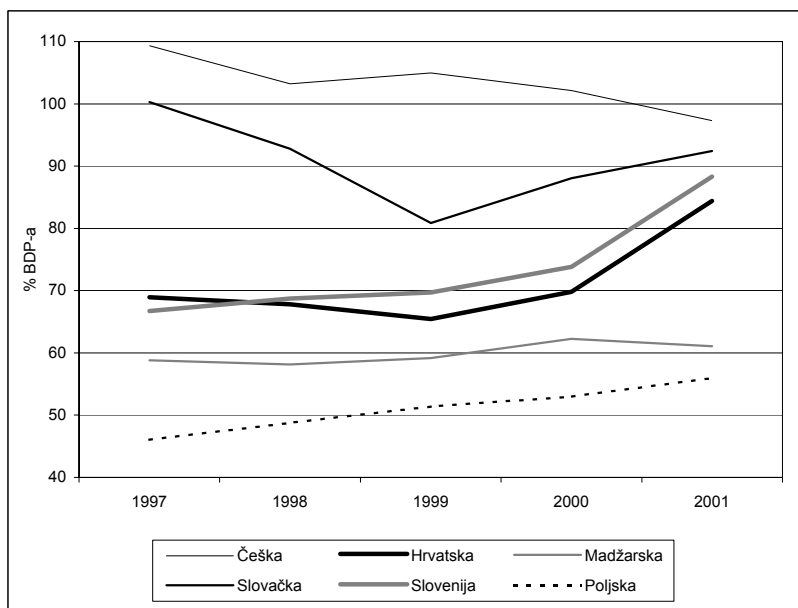
4.1. Aktivnost bankarskog sustava

Slika 1 prikazuje kretanje veličine promatranih bankarskih sustava po godinama. Slika jasno otkriva da je rast aktive banaka u 2001. godini osnovni razlog zbog kojeg je danas hrvatski bankarski sustav veličinom usporediv s naprednim tranzicijskim zemljama.

Konsolidirana aktiva hrvatskog bankarskog sustava porasla je sa 69,8 posto BDP-a krajem 2000. na 84,4 posto BDP-a krajem 2001. godine. Slika 1 pokazuje da je veličinom aktive hrvatski bankarski sustav daleko ispred nekih naprednih tranzicijskih zemalja, na primjer Mađarske i Poljske. Brz rast aktive hrvatskih banaka naročito je primjetan u 2001. godini i posljedica je iznimno visokog priliva depozita uoči uvođenja eura. Pokazatelj likvidnosti bankarskog sustava, mjeren udjelom ukupnih depozita u BDP-u prikazan je na slici 2.

Slika 1.

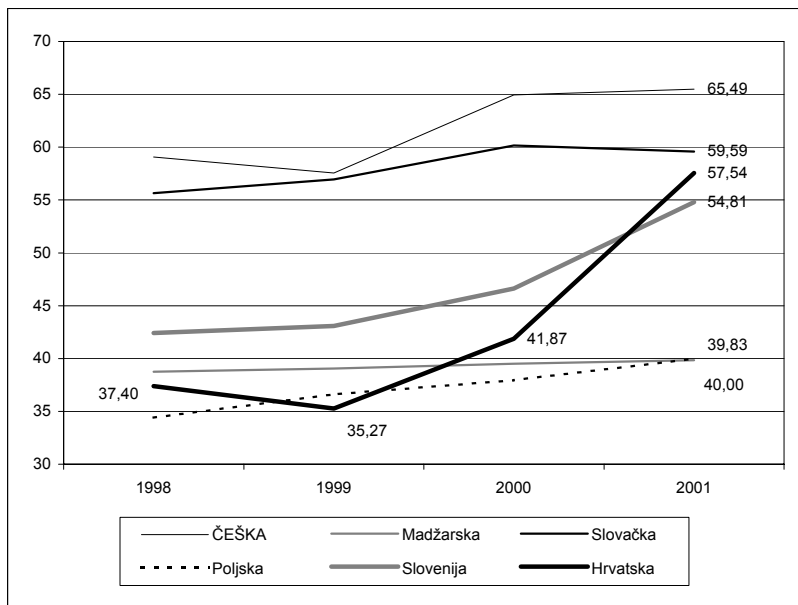
**KRETANJE
KONSOLIDIRANE
AKTIVE
BANKARSKOG
SUSTAVA,
% BDP-a**



Izvor: IFS.

Slika 2.

**DEPOZITI
BANKARSKOG
SUSTAVA,
% BDP-a**



Izvor: IFS.

Tijekom 2000. i 2001., Hrvatska je prošla put od zemlje s najnižom relativnom vrijednošću depozita do razine depozita usporedive s naprednim tranzicijskim zemljama. Dinamika rasta depozita kakvu je u posljednje dvije godine zabilježila hrvatska ekonomija nije zabilježena niti u jednoj drugoj tranzicijskoj ekonomiji. Jedina zemlja s kojom se donekle možemo uspoređivati je Slovenija. Priliv devizne gotovine u slovenski bankarski sustav uoči uvođenja eura bio je primjetan, ali je obujam toga priliva ipak bio znatno manji nego u Hrvatskoj.

Međutim, veličina bankarskog sustava ili općenito financijskog sustava nije nužno dobar pokazatelj njegove razvijenosti i sposobnosti kvalitetnog obavljanja temeljnih funkcija financijskog posredništva. Ukoliko je, na primjer, najveći dio aktive banaka plasiran državnom sektoru, tada će izostati učinci na povećanje efikasnosti ekonomije koji bi trebali nastati kroz ispunjavanje funkcija vezanih uz alokaciju resursa, nadzor i monitoring menadžmenta, upravljanje rizikom i slično. Smatra se stoga da je veličina potraživanja banaka od privatnog sektora puno bolji pokazatelj kvalitete aktivnosti banaka od jednostavnog pokazatelja veličine. Imajući na umu da nije jednostavno precizno izmjeriti mnogostrani utjecaj banaka na gospodarstvo smatra se ipak da ovaj pokazatelj makar posredno ukazuje na doprinos bankarskog sustava poboljšanju ukupne efikasnosti ekonomije.

Tablica 2 prikazuje relativnu veličinu najvažnijih stavki ukupne aktive promatranih bankarskih sustava krajem 2001., pri čemu je veličina potraživanja od privatnog sektora prikazana u četvrtoj koloni. Tablica 2 pokazuje da se s obzirom na relativnu veličinu potraživanja od privatnog sektora hrvatski bankarski sustav svrstava odmah iza češkog i iznad prosjeka promatranih tranzicijskih zemalja. Ova tablica ujedno otkriva zbog čega se ponekad kaže da se bankarski sustavi naprednih tranzicijskih zemalja približavaju manje razvijenim članicama EU. Naime, struktura aktive grčkog bankarskog sustava pokazuje da potraživanja grčkih banaka od privatnog sektora tek neznatno nadmašuju 50 posto BDP-a - nasuprot ukupnom prosjeku euro zone od 107 posto BDP-a.

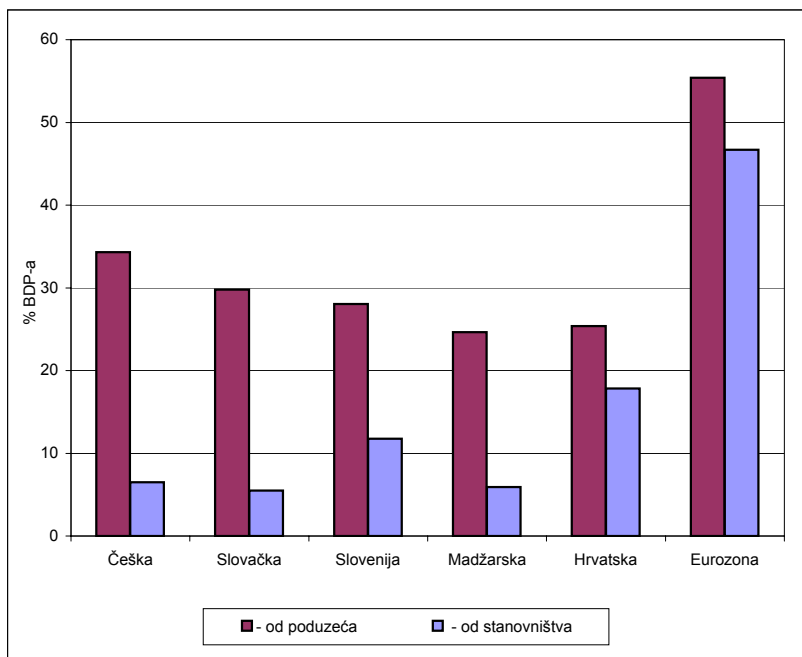
Tablica 2

STRUKTURA AKTIVE BANAKA U 2001., % BDP-a

1	2= 3+6 Ukupna kons. aktiva banaka/BDP	3=4+5 Kons. domaća aktiva banaka/BDP	4 Potraživanja od privatnog sektora/BDP	5 Potraživanja od centralne banke i države/BDP	6=2-3 Strana aktiva/BDP
Češka	97,3	72,1	43,1	29,0	25,2
Slovačka	92,4	80,4	38,6	41,8	12,0
Hrvatska	84,4	65,0	44,1	20,9	19,4
Slovenija	88,3	70,1	40,6	29,5	18,2
Mađarska	61,1	52,6	33,8	18,9	8,5
Poljska	56,0	48,0	31,4	16,6	8,0
TRANZ. ZEMLJE, prosjek	79,9	64,7	38,6	26,1	15,2
Italija	112,1	97,6	77,5	20,0	14,6
Grčka	115,8	104,6	52,7	51,9	11,1
Austrija	192,3	128,8	111,4	17,4	63,5
Njemačka	205,1	153,2	120,3	32,9	51,9
EURO ZONA	235,8	135,1	107,1	28,0	100,7

Izvor: IFS.

Međutim, osim visine ukupnih potraživanja od privatnog sektora jednako je zanimljivo pitanje strukture tih potraživanja tj. kako su ukupna potraživanja od privatnog sektora distribuirana između poduzeća i stanovništva. Ovo pitanje je posebno značajno u svjetlu domaćih rasprava o (ne)dovoljnoj visini sredstava plasiranih poduzećima. Slika 3 prikazuje relativnu visinu bruto⁴ potraživanja bankarskog sustava od poduzeća, i stanovništva (poduzeća i stanovništvo čine najznačajniju sastavnicu ukupnih plasmana privatnom sektoru).



Slika 3.

**POTRAŽIVANJA
 OD
 STANOVNIŠTVA
 I PODUZEĆA
 U 2001.
 % BDP-a**

Izvor: Nacionalne središnje banke i ECB.

Slika 3 jasno otkriva zbog čega je Hrvatska dobro pozicionirana kada je u pitanju veličina potraživanja od privatnog sektora. Hrvatska ima najvišu relativnu razinu bruto potraživanja (kredita) od stanovništva, dok se visina potraživanja od poduzeća kreće na razini Mađarske. Ipak, ne treba zaboraviti da Hrvatska ima znatno manje razvijen nebankarski sektor i tržište kapitala od Mađarske, što pak sugerira da su hrvatska poduzeća suočena s većim ograničenjima u dostupnosti resursa nego, na primjer, mađarska poduzeća. Potraživanja hrvatskih

⁴ Izraz bruto potraživanja znači da vrijednost prikazanih vrsta plasmana nije umanjena za rezervacije, kao što je to slučaj u bilancama stanja banaka.

banaka od stanovništva krajem 2001. iznosila su 17,8 posto BDP-a, slijedi Slovenija s 11,8 posto, dok je prosjek preostale tri zemlje 6 posto BDP-a.

Međutim, u vrednovanju visine potraživanja od poduzeća i dovođenja u vezu visine ovih potraživanja s doprinosom banaka porastu efikasnosti ekonomije, potrebno je imati na umu nekoliko činjenica. U ukupnom iznosu potraživanja od poduzeća u svim promatranim zemljama sadržan je i dio potraživanja koja odražavaju probleme tranzicijskog i predtranzicijskog razdoblja. To znači da visina potraživanja od poduzeća uključuje i dio loših plasmana, zbog čega iznos ukupnih potraživanja od poduzeća ne daje sasvim preciznu sliku utjecaja banaka na efikasnost gospodarstva. Isto tako u ukupnoj visini potraživanja od poduzeća sadržana su i potraživanja od javnih poduzeća. Sasvim je sigurno da u svim promatranim zemljama još uvijek postoji prostor za veći i kvalitetniji doprinos banaka porastu efikasnosti gospodarstva. U prilog ove tvrdnje govori i relativna visina potraživanja od nefinancijskih organizacija (poduzeća) i stanovništva u euro zoni koja se u slučaju poduzeća kretala krajem 2001. oko 55 posto BDP-a euro zone. Rasprava o tome da li su potraživanja banaka od poduzeća dovoljno visoka nije, stoga, produktivna, jer se koncept dovoljnosti ne može ekonomski precizno definirati. Posao, koji s aspekta cjelokupne ekonomije, banke trebaju obaviti je efikasna alokacije resursa. Za ispunjenje ovog zadatka u svim tranzicijskim zemljama očigledno još ima prostora. Konačno, rezultat da se potraživanja od poduzeća u Hrvatskoj nalaze na razini prosjeka promatranih zemalja treba promatrati i u svjetlu razvijenosti nebankarskog sektora i tržišta kapitala. U ostalim promatranim zemljama, kao što ćemo vidjeti u nastavku, tržište kapitala i nebankarski posrednici su razvijeniji što poduzecima omogućava diverzificiraniji pristup resursima.

4.2. Nebankarski posrednici

Tablica 3 prikazuje strukturu sektora nebankarskih posrednika u Sloveniji, Hrvatskoj i Mađarskoj u 2001. godini. Potrebno je napomenuti da prikazana veličina nebankarskih posrednika ne uključuje sve institucije koje se smatraju nebankarskim posrednicima - na primjer, zbog nedostupnosti podataka nisu uključene leasing kuće, privatni glavnicaški fondovi (eng. "private equity funds") i slično.

Tablica 3.

VELIČINA SEKTORA NEBANKARSKIH POSREDNIKA, % BDP-a

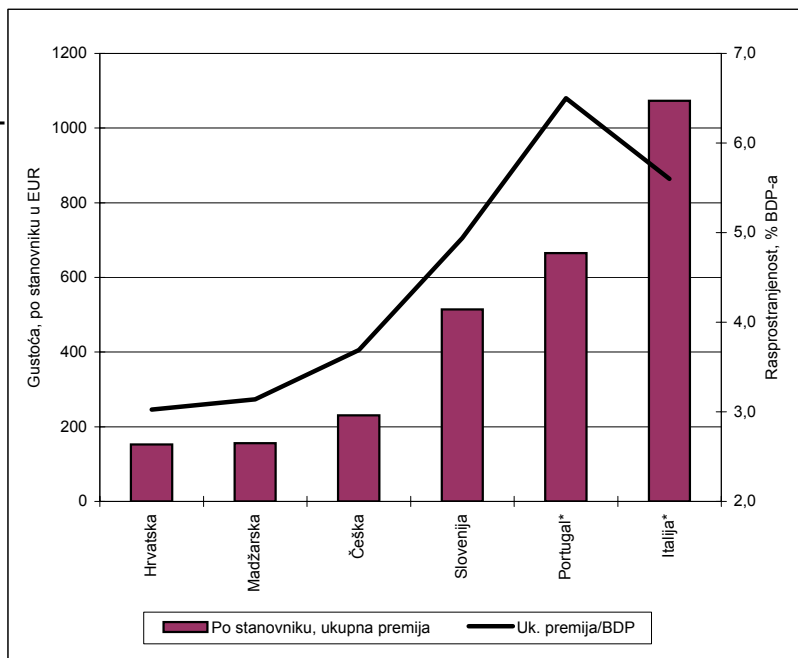
	Aktiva u 2001. % BDP-a		
	Hrvatska	Mađarska	Slovenija
Osiguravajuća društva	6,1	5,6	8,7
Investicijski fondovi	0,8	4,8	0,3
Privatizacijski (zatvoreni) fondovi	2,2	-	12,2*
Brokeri	0,3	1,0	0,5
Obvezni mirovinski fondovi – II. stup	-	1,6	-
Dobrovoljni mirovinski fondovi	-	1,8	0,1
UKUPNO	9,4	14,8	21,8

Izvor: Središnja banka Mađarske, Slovenska narodna banka, Komisija za vrijednosne papire, Zagreb, Hrvatski ured za osiguranje.

*Isključeni neiskorišteni privatizacijski certifikati.

U sve tri zemlje industrija osiguranja čini najveći segment nebankarskih posrednika. Međutim, unatoč razlikama u razvijenosti osiguranja, ona nisu presudna determinanta razlika u razvijenosti nebankarskih posrednika u ovim zemljama. Mađarska je u 2001., na primjer, imala najdiverzificiraniji sektor nebankarskih posrednika. Uzrok tome je brži razvoj investicijskih fondova koji je u vezi s razvijenijim tržištem kapitala kao i ranijim početkom mirovinske reforme, koja je dala poticaj rastu obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova. Nasuprot ovome, veličinu nebankarskih posrednika u Sloveniji određuje veličina privatizacijskih fondova koja je u uskoj vezi s načinom na koji je u Sloveniji provedena privatizacija. Struktura nebankarskih posrednika u ove dvije zemlje jasno pokazuje dva osnovna pokretača razvoja ovog sektora u tranzicijskim zemljama: odnos prema sustavu socijalnog osiguranja i način privatizacije. Obrazovanje i shvaćanje širokog kruga javnosti da briga o mirovini nije problem države već problem pojedinca povećava motive za ulaganje u instrumente dugoročne štednje - osiguranja, investicijske i mirovinske fondove.

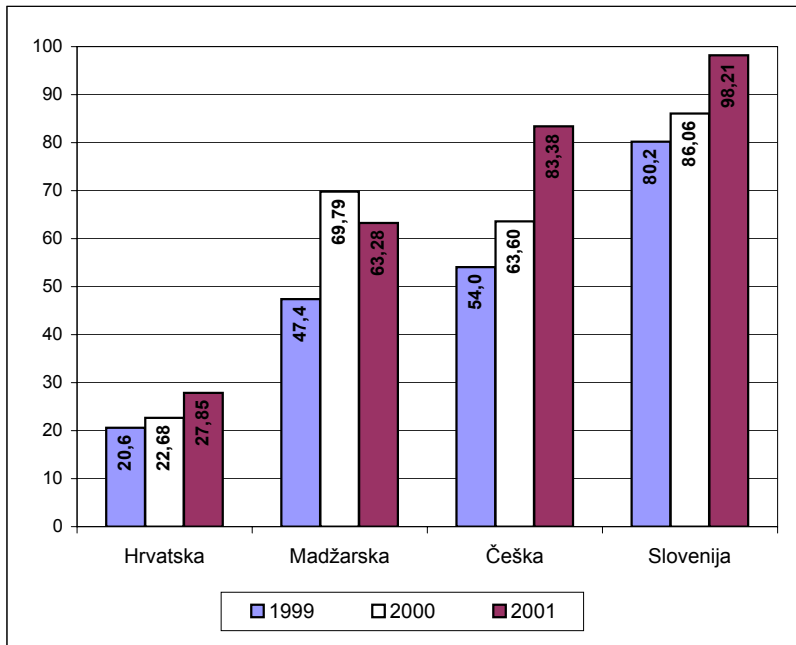
Slika 4.

**GUSTOĆA I
RASPROSTRANJENOST
OSIGURANJA
U 2001.**

Izvor: Hrvatski ured za osiguranje, Mađarska narodna banka, Češko udruženje osiguravatelja, Slovenska narodna banka, OECD.

* 2000. godina.

Koliko je svijest o neefikasnosti mirovinskog sustava zasnovanog na međugeneracijskoj solidarnosti važna za razvoj financijskog sektora pokazuje i primjer slovenskih osiguravajućih društava. Osim što Slovenija ima najveći sektor osiguranja od tri promatrane zemlje, slovenska osiguranja se po nekim pokazateljima približavaju manje razvijenim članicama EU. Ovo je jasno ilustrirano slikom 4 koja prikazuje pokazatelje gustoće osiguranja (bruto premija po stanovniku) i rasprostranjenosti osiguranja (udio bruto premije u BDP-u). Prema tvrdnjama udruženja slovenskih osiguravatelja, razvoju osiguranja pridonijele su porezne olakšice kao i svijest građana da se moraju brinuti "za stare dane". Nerazvijeni mirovinski i investicijski fondovi u Sloveniji su stoga očigledno supstituirani životnim osiguranjima.



Slika 5.

**PREMIJE
ŽIVOTNOG
OSIGURANJA
U 2001,
PO
STANOVNIKU,
U EUR**

Izvor: Hrvatski ured za osiguranje, Mađarska narodna banka, Češko udruženje osiguravatelja, Slovenska narodna banka, OECD.

Slika 5 prikazuje kretanje bruto premije od životnih osiguranja po stanovniku. U odnosu na Sloveniju i Mađarsku, hrvatska osiguravateljska industrija značajno zaostaje u gustoći životnih osiguranja. Potrebno je imati na umu da su proizvodi životnog osiguranja i mirovinski fondovi donekle supstituti. Međutim, nesrazmjer u premiji iz životnih osiguranja po stanovniku s ostalim zemljama (naročito Mađarskom u kojoj već postoje mirovinski fondovi) ipak upućuje da u Hrvatskoj postoji prostor za daljnji rast ove industrije. Očekivana privatizacija najvećeg državnog osiguravatelja trebala bi doprinijeti kvaliteti konkurencije i dati značajan poticaj daljnjem razvoju osiguranja i cjelokupnog nebankarskog sektora. Isto tako, intenzivniji razvoj životnih osiguranja trebao bi omogućiti daljnje jačanje institucionalnih investitora posebno onih zainteresiranih za izdanja s dugim rokovima dospjeća.

4.3. Tržište kapitala

Tablica 4 prikazuje kretanje ukupne veličine tržišta kapitala. Ukupna veličina tržišta kapitala mjeri se udjelom ukupne kapitalizacije dionica i obveznica u BDP-u⁵. Ovaj pokazatelj tržišta kapitala počiva na pretpostavci da je veličina tržišta pozitivno korelirana sa sposobnošću tržišta u mobiliziranju kapitala i diverzifikaciji rizika. Iz tablice je vidljivo da sve tranzicijske zemlje imaju maleno tržište kapitala u usporedbi s razvijenim ekonomijama uključujući i one koje se smatraju financijski manje razvijenima (kao što su, na primjer, Italija ili Grčka). Isto je tako vidljivo da u većini zemalja presudnu determinantu njegove veličine čini tržište obveznica.

Tablica 4.

VELIČINA TRŽIŠTA KAPITALA, % BDP-a, PROSJEK 1998-2001.

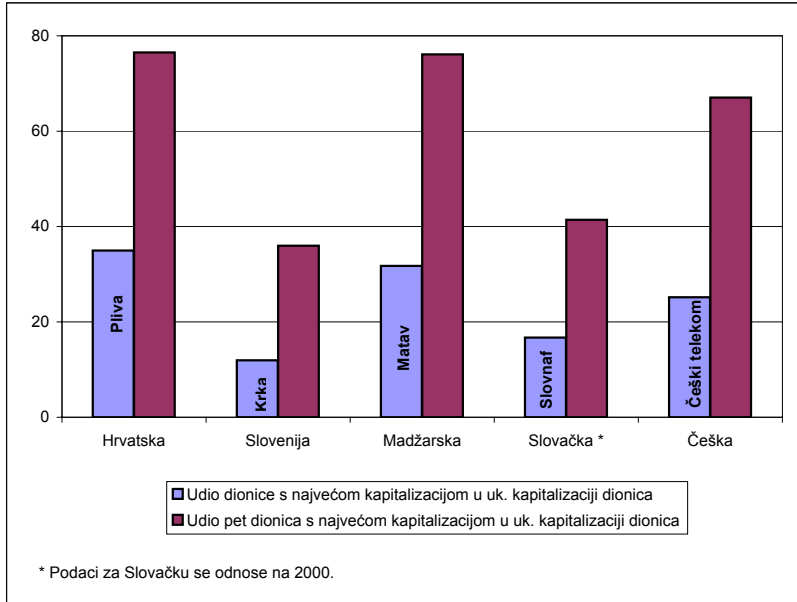
	Ukupna veličina tržišta kapitala, % BDP-a	Kapitalizacija dionica, % BDP-a	Tržišna vrijednost obveznica, % BDP-a
1	2= 3+4	3	4
Mađarska	55,53	27,95	19,43
Češka	34,85	22,39	13,13
Poljska	27,52	16,53	11,00
Slovenija	26,47	16,68	6,21
Slovačka	23,57	6,72	18,51
Hrvatska	14,03	14,03	-
Italija	110,42	58,20	52,23
Grčka	-	80,23	-
Austrija	73,70	15,61	58,08

Izvor: Nacionalne burze i World Federation of Stock Exchanges.

Ovakva struktura veličine tržišta pokazuje da i naprednija tranzicijska tržišta još moraju proći dug put u izgradnji i razvoju svojih tržišta kapitala. To ne iznenađuje ukoliko se uzme u obzir koncentracija na tržištu kapitala koja pokazuje da se sva ova tržišta nalaze pod značajnom dominacijom malog broja dionica.

⁵ Kapitalizacija dionica je tržišna vrijednost izlistanih dionica, dok je kapitalizacija obveznica jednaka tržišnoj vrijednosti obveznica na kraju godine.

Stupanj koncentracije tržišta prikazan je slikom 6 koja prikazuje koji dio ukupne kapitalizacije dionica dolazi od prve dionice s najvećom kapitalizacijom odnosno od prvih pet dionica s najvećom kapitalizacijom.



Slika 6.

**TRŽIŠNA
 KONCENTRA-
 CIJA, U 2001.
 GODINI**

Izvor: Nacionalne burze.

U Mađarskoj je kapitalizacija dionice Matava činila 31 posto ukupne kapitalizacije, dok je udio Českog telekoma iznosio nešto više od 25 posto. U ovom smislu visoka koncentracija na hrvatskom tržištu dionica (35 postotni udio Plive u ukupnoj kapitalizaciji) nije izuzetak. Na Deutsche Börse, za usporedbu, 10 kompanija s najvećom kapitalizacijom činilo je 42,7 posto ukupne kapitalizacije u 2001. godini.

Opisano zaostajanje tržišta kapitala i naprednijih tranzicijskih zemalja za razvijenim zemljama dodatno naglašava nerazvijenost hrvatskog tržišta kapitala. Tablica 4 ujedno otkriva i dio razloga nerazvijenosti hrvatskog tržišta. Uz malo tržište dionica, tržište obveznica u promatranom razdoblju nije niti postojalo. Međutim, u vrednovanju činjenice nepostojanja domaćeg tržišta obveznica do 2001. potrebno se sjetiti i podataka prikazanih slikom 2. Hrvatski bankarski sustav je tek u 2001. dosegao, za tranzicijske zemlje, "normalnu" relativnu razinu depozita odnosno "normalnu" razinu likvidnosti. Ukoliko se složimo da rast depozita u

hrvatskom bankarskom sustavu sugerira rast povjerenja domaće javnosti u financijski sustav, tada je jasno da je tek tijekom 2000. i 2001. godine zadovoljen dio nužnih uvjeta za razvoj tržišta obveznica i, općenito, tržišta kapitala. S obzirom na razinu likvidnosti koja je u ekonomiji postojala prije 2000. godine, intenzivnija aktivnost države na domaćem tržištu (jer država je u svim ovim zemljama najvažniji i gotovo jedini izdavatelj instrumenata trgovanja) bila bi praćena značajnim istiskivanjem privatnog sektora, čiji je pristup financijskim resursima ionako bio ograničen. Ovakav razvoj događaja u hrvatskom financijskom sustavu u skladu je s teoretskim i empirijskim dokazima o komplementarnosti financijskih usluga koje pružaju banke i tržište. Potrebno je dosegnuti određeni stupanj ekonomskog razvoja kako bi se pojavila potražnja za financijskim uslugama koje pruža tržište kapitala.

Veličina tržišta kapitala ipak se ne smatra njegovom najznačajnijom odrednicom. Likvidnost tržišta tj. mogućnost trgovanja i promjene vlasništva puno su važnije osobine s aspekta efikasnosti gospodarstva od same veličine. Naime, moguće je zamisliti tržište koje ima visoku kapitalizaciju (tj. veličinu) stoga što njime dominira mali broj dionica kojima se rijetko trguje. Međutim, unatoč veličini, financijske usluge koje ovakvo tržište pruža ekonomiji su očigledno ograničene. Sveobuhvatna mjera likvidnosti tržišta trebala bi uključivati sve vrste troškova povezane s trgovanjem, odnosno signalizirati lakoću i efikasnost trgovanja. Kako ovakvu mjeru nije moguće precizno konstruirati, u međunarodnim usporedbama se obično koristi omjer prometa na tržištu i BDP-a, te koeficijent prometa koji se definira kao omjer prometa i tržišne kapitalizacije. Pretpostavlja se da je relativna visina prometa (omjer prometa i BDP-a) pozitivno korelirana s ukupnom likvidnošću ekonomije.

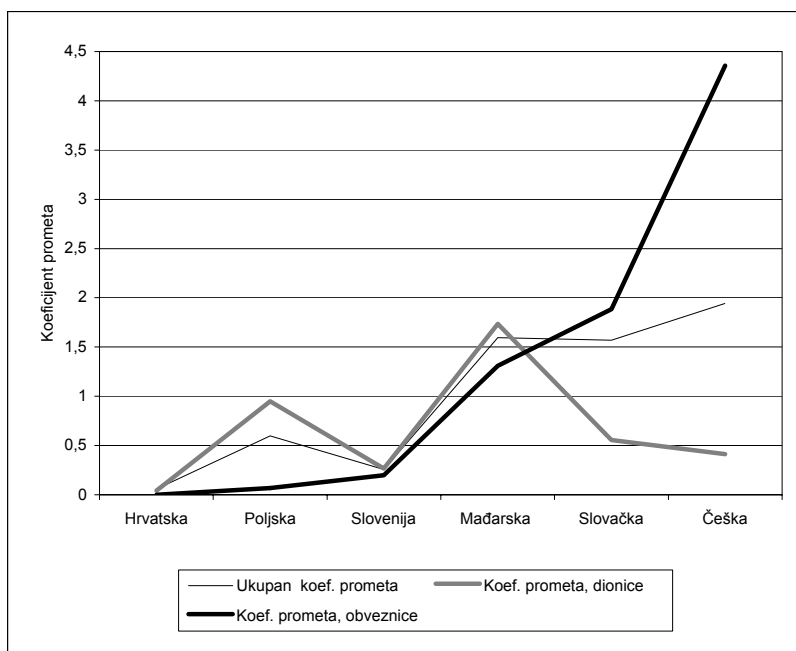
Tablica 5 prikazuje kretanje prometa na promatranim tržištima gdje se potvrđuje da, čak i u razmjerima tranzicijskih zemalja, hrvatsko tržište kapitala nije samo malo već i nelikvidno.

Tablica 5.

PROMET NA TRŽIŠTU KAPITALA, % BDP-a, PROSJEK 1998-2001.

	Ukupni promet, % BDP-a	Promet dionica, % BDP-a	Promet obveznica, % BDP-a
1	2= 3+4	3	4
Mađarska	91,43	50,19	29,74
Češka	66,69	9,29	57,28
Slovačka	33,28	3,77	28,80
Poljska	16,66	15,91	0,75
Slovenija	6,76	4,40	1,19
Hrvatska	0,83	0,59	0,24

Izvor: Nacionalne burze i World Federation of Stock Exchanges.



Slika 7.

KOEFIJENT LIKVIDNOSTI TRŽIŠTA KAPITALA

Izvor: Nacionalna tržišta kapitala i World Federation of Stock Exchanges.

Tablica potvrđuje da na tržištima koja su za tranzicijske prilike velika (Mađarska, Češka) glavnu determinantu njegove likvidnosti i aktivnosti čine obveznice. U prilog ovakvog zaključka govori i koeficijent prometa. Visok koeficijent prometa se obično koristi kao pokazatelj niskih transakcijskih troškova. Malo, ali aktivno tržište kapitala će imati nisku kapitalizaciju i visok promet što ipak sugerira da postoji relativno efikasan pristup tržištu kapitala. Slika 7 ponovo pokazuje da značajan doprinos ukupnoj likvidnosti promatranih tržišta daju obveznice.

5. ZAKLJUČAK

Prikazana usporedna analiza pokazuje da je tijekom protekle dvije godina Hrvatska smanjila zaostajanje u razvoju svog financijskog sustava prema naprednijim tranzicijskim zemljama. Najveći napredak postignut je u porastu veličine i aktivnosti banaka, gdje je se hrvatski bankarski sustav može ravnopravno uspoređivati s bankarskim sustavima naprednih tranzicijskih zemalja. Međutim, usporedba s aktivnošću banaka u razvijenim zemljama pokazuje da u svim tranzicijskim zemljama postoji prostor za daljnje jačanje aktivnosti banaka prema privatnom sektoru.

S otpočinjanjem mirovinske reforme i brzim rastom otvorenih investicijskih fondova brzo će se smanjivati i zaostatak u razvijenosti hrvatskih nebankarskih posrednika - posebno ukoliko najavljena privatizacija najvećeg državnog osiguravatelja poveća kvalitetu i razinu konkurencije u industriji osiguranja. Najveći zaostatak za naprednim tranzicijskim zemljama postoji stoga u razvijenosti i aktivnosti tržišta kapitala. Međutim, perspektive razvoja tržišta kapitala danas su ipak drugačije nego prije godinu ili dvije. Rastom mirovinskih i investicijskih fondova stvoreni su aktivni institucionalni investitori. Drugim riječima, u velikoj su mjeri razriješene prepreke razvoju tržišta kapitala koje proizlazile iz nepostojanja kvalitetne potražnje. Smatramo stoga da je središnje pitanje daljnjeg razvoja tržišta kapitala i rasta njegove aktivnosti vezano uz ponudu kvalitetnih instrumenata trgovanja. Pojava državnih obveznica na domaćem tržištu pridonijet će aktivnosti tržišta obveznica. Međutim, problem nepostojanja kvalitetnih vlasničkih instrumenata ostaje otvoren. Kvaliteta korporativnog sektora, njegova sposobnost da prihvati i kontinuirano udovoljava pravilima javnog izlistavanja u uskoj je korelaciji s kvalitetom i dinamikom cjelokupnog tranzicijskog

procesa kroz koje prolazi hrvatsko gospodarstvo. Financijski sustav ima nezavisne efekte na gospodarski rast, ali se i sam nalazi pod utjecajem ekonomske aktivnosti. Upravo stoga se i na ovom mjestu pokazuje da je nastavak reformi koji će pridonijeti jačanju korporativnog sektora nužan za daljnji brži razvoj financijskog sustava. Smatramo da su u ovom pogledu naročito značajna dva aspekta reformi. Prvo, u skladu s već citiranim istraživanjima La Porta et al. (1998, 2000), brža reforma zakonodavno-pravosudnog okvira, jer institucionalni okvir određuje povjerenje investitora. Drugo, strategija daljnje privatizacije je iznimno važna. Osim što bi daljnje privatizacije trebale pridonijeti efikasnosti cjelokupne ekonomije, privatizacija kroz javnu ponudu na domaćem tržištu se za sada čini jedinom načinom da se u relativno kratkom roku poveća broj kvalitetnih dionica na tržištu.

LITERATURA

Beck T., A. Demirgüç-Kunt i R. Levine, 2000, "A New Development Database on the Structure and Development of the Financial Sector", *World Bank Economic Review*, 14(3), str. 597-625.

Beck T., A. Demirgüç-Kunt, R. Levine i V. Maksimović, 2000, "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence", Policy Research Working Paper, br. 2423, World Bank.

Beck T., R. Levine i N. Loayza, 2000, "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), str. 261-300.

Dalić, M., 2002, "Financial Systems of Transition Economies: Panel Data Analyses", neobjavljeno (rad će biti predstavljen na konferenciji "Enterprise in Transition" koju organizira Sveučilište u Splitu).

Demirgüç-Kunt, A. i R. Levine, 1996, "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *World Bank Economic Review*, 19(2), str. 291-322.

Demirgüç-Kunt, A. i V. Maksimović, 2002, "Funding Growth in Bank Based and Market Based Financial Systems: Evidence from Firm-level Data", *Journal of Financial Economics*, 65(3), str. 337-363.

Gorton, G., 2002, "Financial Intermediation", NBER Working Paper, br. 8928, NBER.

Guiso, L., P. Sapienza i L. Zingales, 2002, "Does Local Financial Development Matter?", NBER Working Paper, br. 8923, NBER.

King, R. i R. Levine, 1993, "Finance and Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), str. 717-737.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, str. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny, 2000, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), str. 3-27.

Levine, R., 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35(2), str. 688-726.

Levine, R., 2000, "Bank-Based or Market-based Financial Systems: Which is Better?", University of Minnesota, neobjavljeni materijal.

Levine R. i S. Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, 88(3), str. 537-558.

Rajan, R. i L. Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88(3), lipanj, str. 559-586.

Stulz, M. Rene, 2000, "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective", University of Ohio&World Bank, neobjavljeni materijal.

Šonje V., 1999, "Financijski razvitak i gospodarski rast.", *Privredna kretanja i ekonomska politika*, br. 73, str. 241-280.

Comparative Analyses of Financial System in Croatia and Advanced Transition Economies

Abstract

Croatian financial system has entered a new phase of its development. After important and deep changes that have altered the face of the banking system, the preconditions for more dynamic development of non-banking intermediaries as well as capital market have been created. In order to assess the achieved level of financial development, the Croatian financial system is compared with the financial systems of advanced transition economies. The analyses is based on the standard indicators of size and activity of banking and non-banking intermediaries as well as capital markets. The results of the analyses show that the size and activity of Croatian banking system is comparable to the banking systems of advanced transition economies. However, the achieved level of development of non-banking intermediaries and capital market is still below other advanced transition economies. It is expected that Croatian financial system will fill in this gap relatively quickly since activities of pension funds, investment funds and bond markets are growing quickly.