

# Utjecaj globalnih kriza na performanse tržišta kapitala

---

Jambreuš, Davorka

Undergraduate thesis / Završni rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:467132>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-23**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)



ODJEL Odjel za ekonomiju

STUDIJ \_

PRISTUPNIK Davorka Jambreuš

MATIČNI BROJ 0336033180

DATUM

KOLEGIJ Poslovne financije i financijski menadžment

NASLOV RADA Utjecaj globalnih kriza na performanse tržišta kapitala

NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU The impact of global crises on capital market performance

MENTOR Josip Vuković

ZVANJE Univ.spec.oec.

ČLANOVI POVJERENSTVA

1. prof.dr.sc. Ante Rončević, predsjed.
2. Josip Vuković, pred., mentor
3. dr.sc. Biljana Marković, pred., član
4. Dajana Marija Horvat, v. pred., zamj.član
5. \_\_\_\_\_

BROJ 331/PIM/2022

OPIS

Rad će se baviti uzrocima i posljedicama velikih globalnih financijskih kriza i njihovim utjecajem na performanse tržišta kapitala, prvenstveno u SAD-u kao najjačem i najstarijem tržištu, ali i na hrvatskom tržištu kapitala. U radu će biti obrađen i utjecaj fiskalnih i monetarnih politika koje su kao vrlo važan alat u održavanju financijske stabilnosti korištene u savladavanju posljedica kriza. Njihov utjecaj je značajniji u novije vrijeme, nakon Velike recesije, pa sve do danas kada svijet potresa pandemija korona virusa.

U radu će se pokušati utvrditi poznate činjenice iz literature o utjecaju koji su svjetske financijske krize imale na performanse tržišta kapitala. Nadalje, u radu će se istražiti razlozi zbog kojih se događaju financijske krize, da li imaju zajednički nazivnik i koji je to, te na koji su se način rješavali problemi koje su krize uzrokovale. Također, u radu će se istražiti što je svjetska ekonomija naučila iz prethodnih kriza, te koje je mjere poduzela u rješavanju ili prevenciji istih.

ZADATAK URUČEN

15.9.2022

POTPIS MENTORA

SVEUČILIŠTE  
SJEVER





**Sveučilište  
Sjever**

**SVEUČILIŠTE SJEVER**

**ZAVRŠNI RAD**

**UTJECAJ GLOBALNIH KRIZA NA PERFORMANSE  
TRŽIŠTA KAPITALA**

**Davorika Jambreuš, 0336033180**

Koprivnica, listopad 2022. godine



**Sveučilište  
Sjever**

**SVEUČILIŠTE SJEVER**

Odjel za poslovanje i menadžment

**ZAVRŠNI RAD**

**UTJECAJ GLOBALNIH KRIZA NA PERFORMANSE  
TRŽIŠTA KAPITALA**

**Mentor:**

Josip Vuković, univ.spec.oec

**Student:**

Davorka Jambreuš, 0336033180

Koprivnica, listopad 2022. godine

## Sažetak

U razdoblju koje je trajalo više od sto godina zabilježena su dva svjetska rata, građanski ratovi, revolucije, krize i pandemije. Čini se da je široka svijest o financijskoj povijesti povezana s ekstremnim događajima na tržištu. Tijekom Velike depresije i Velike recesije razdoblja tržišta euforije popratio je nagli pad cijena, puknuće balona hipotekarnih kredita i visoka volatilnost tržišta kapitala. Važno je napomenuti i energetske krize jer je nedostatak zaliha fosilnih goriva doveo do nestašica energije, a samim time i do pada gospodarske aktivnosti na globalnoj razini.

Ovaj rad se bavi pregledom velikih globalnih financijskih kriza i njihovim utjecajem na performanse tržišta kapitala, prvenstveno u SAD-u kao najjačem i najstarijem tržištu. Pregled je dat i za puno manje i mlađe, hrvatsko tržište kapitala. Također, tu je i pitanje utjecaja fiskalnih i monetarnih politika koje su kao vrlo važan alat u održavanju financijske stabilnosti korištene u svladavanju posljedica kriza. Njihov utjecaj je značajniji u novije vrijeme, nakon Velike recesije, pa sve do danas.

Nova vrsta opasnosti za tržišta kapitala, pandemija korona virusa, pojavila se u svijetu već krajem 2019. godine i zadala je velike brige investitorima koji nisu odmah shvatili koliki će to utjecaj imati na njihove investicijske portfelje. U usporedbi sa gore navedenim velikim globalnim financijskim krizama, pandemija korona virusa nije imala toliko jak utjecaj na pad vrijednosti tržišta kapitala, s obzirom da su se tržišta relativno brzo prilagodila i oporavila, a neka čak i ostvarila veće dobitke. Da bi investitori smanjili rizik od gubitaka na tržištima, većina ekonomskih i financijskih stručnjaka preporuča diverzifikaciju portfelja između disperziranih geografskih područja i različitih klasa investicijske imovine.

Ključne riječi: financijska kriza, tržište kapitala, BDP, pandemija

## Summary

In a period that lasted more than a hundred years, two world wars, civil wars, revolutions, crises and pandemics were recorded. Widespread awareness of financial history appears to be associated with extreme market events. During the Great Depression and the Great Recession, periods of market euphoria were accompanied by a sharp drop in prices, the bursting of the mortgage bubble, and high volatility in capital markets. It is also important to mention the energy crisis, because the lack of fossil fuel supplies has led to energy shortages, and thus to a decline in economic activity on a global level.

This paper deals with an overview of major global financial crises and their impact on capital market performance, primarily in the USA as the strongest and oldest market. The overview is also given for the much smaller and younger Croatian capital market. Also, there is the question of the influence of fiscal and monetary policies, which were used as a very important tool in maintaining financial stability in overcoming the consequences of crises. Their influence is more significant in recent times, after the Great Recession, until today.

A new type of danger for the capital markets, the corona virus pandemic, appeared in the world at the end of 2019 and caused great concern to investors who did not immediately realize how much impact it would have on their investment portfolios. Compared to the major global financial crises mentioned above, the corona virus pandemic did not have such a strong impact on the fall in the value of the capital market, given that the markets adapted and recovered relatively quickly, and some even achieved larger gains. In order for investors to reduce the risk of losses in the markets, most economic and financial experts recommend diversifying the portfolio between dispersed geographical areas and different classes of investment assets.

Key words: financial crisis, capital markets, GDP, pandemic

# Sadržaj

Sažetak.....	2
Summary .....	3
<b>1. Uvod .....</b>	<b>5</b>
1.1. Predmet istraživanja .....	6
1.2. Cilj istraživanja .....	6
1.3. Metodologija.....	6
<b>2. Globalne financijske krize.....</b>	<b>7</b>
2.1. Pojam krize .....	7
2.2. Recesija i depresija – pojam .....	7
2.3. Uzroci i posljedice .....	8
2.4. Povijesna perspektiva utjecaja globalnih kriza na tržišta kapitala.....	9
2.5. Velika depresija 1929. godine .....	9
2.6. Velika recesija 2007. godine.....	14
2.7. Velika recesija u Europi .....	17
2.8. Tržišta kapitala u EU u razdoblju prije i nakon Velike recesije.....	20
2.9. Komparativna analiza ekonomskih kriza iz 1929. i 2007. godine .....	21
<b>3. Financijske krize novijeg doba .....</b>	<b>22</b>
3.1. Energetska kriza .....	22
3.2. Posljedice korona krize na tržišta kapitala .....	25
3.3. Perspektiva razvoja tržišta kapitala nakon korona krize .....	29
3.4. Utjecaj kriza na realni sektor .....	30
3.5. Utjecaj financijskih kriza na Hrvatsku.....	31
3.6. Zagrebačka burza .....	32
<b>4. Uloga Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetske banke u rješavanju kriza.....</b>	<b>35</b>
4.1. MMF – godišnje izvješće o financijskoj stabilnosti iz 2021. godine.....	37
4.2. Program procjene financijskog sektora (FSAP).....	38
4.3. FSAP za Hrvatsku.....	39
<b>5. Zaključak.....</b>	<b>42</b>
Literatura: .....	43
Popis slika .....	45
Popis grafikona .....	45

## 1. Uvod

Financijske krize imaju dugu povijest i uvijek su negdje prisutne. Postoje mnoge vrste financijskih kriza, uključujući bankovne krize, padove valuta, konverzije valuta, neplaćanje vanjskog duga, neplaćanje domaćeg duga, energetske krize i krize tržišta kapitala. U ovom radu će naglasak biti na četiri velike svjetske financijske krize koje imaju značajniji utjecaj na globalno gospodarstvo, a time i na tržišta kapitala. Financijsku krizu obično prati gospodarska kontrakcija i recesija. Pad cijena dionica pokazatelj je očekivanog gospodarskog smanjenja nakon početka krize i ima važan učinak na realni sektor, a pad burze sam po sebi ima negativan učinak na cjelokupno gospodarstvo.

Svaka financijska kriza prouzročila je različite probleme i imala različit utjecaj na tržišta kapitala. Kriza koja je pogodila svjetsku ekonomiju 1929. godine započela je prvenstveno zbog pretjeranog izdavanja hipotekarnih kredita, neiskustva središnje banke, prekomjerne proizvodnje i na kraju je taj niz problema pogodio i burzu. Slom Newyorške burze je pokrenuo Veliku depresiju koja je trajala nekoliko godina. Trebalo je mnogo vremena da se popravi šteta koja je tada nastala prvenstveno u SAD-u, ali i na razini svjetske ekonomije.

Krizu koja je nastala 2007. godine prouzročila je prekomjerno izdavanje drugorazrednih hipotekarnih kredita koje je dovelo do puknuća balona imovine u stambenoj industriji. Kuće se nisu kupovale kao mjesta za život, nego kao investicija, te je pad vrijednosti nekretnina doveo do neplaćanja obveza za hipoteke i polako do pada BDP-a, te gospodarskih aktivnosti uopće. Preokret u krizi započeo je 2009. nakon usvajanja paketa spašavanja Wall Streeta koji je održao poslovanje banaka i polako pokrenuo gospodarstvo.

Kao i nakon Velike depresije, i ovu krizu je trebalo popravljati. Nakon toga se konačno pokrenuo niz aktivnosti kojima će se ubuduće sprječavati takve krize. U SAD-u se uključilo sveobuhvatno zakonodavstvo koje je kreiralo zakone, financijske propise i okvire nadzora kojima se najviše nadzire rad banaka.

Iako se činilo da će pandemija koronavirusa dovesti do mnogo većih šokova na tržištima kapitala, postojeće regulacije donesene nakon proteklih financijskih kriza, pokazale su da se tržišta kapitala mogu održati uz određene prilagodbe.



### **1.1. Predmet istraživanja**

U ovom radu analizirati će se dugoročni trendovi utjecaja financijskih kriza na tržište kapitala i gospodarstvo uopće, trajanju pada tržišta i njihovom vremenu za oporavak, utjecaju fiskalnih i monetarnih politika na cijene dionica i obveznica, učincima povećanja i smanjenja realnih kamatnih stopa te utjecaju niskih realnih kamatnih stopa na buduće očekivane prinose. Također, brzini kojom možemo očekivati da će se volatilnost tržišta vratiti u "normalu" i, konačno, utjecaj promjena u tehnologiji.

### **1.2. Cilj istraživanja**

Glavni cilj ovog rada je utvrditi poznate činjenice iz literature o utjecaju koji su svjetske financijske krize imale na performanse tržišta kapitala. Nadalje, cilj je istražiti razloge zbog kojih se događaju financijske krize, da li imaju zajednički nazivnik i koji je to, te na koji su se način rješavali problemi koje su krize uzrokovale. Također, u radu će se istražiti što je svjetska ekonomija naučila iz prethodnih kriza, te koje je mjere poduzela u rješavanju ili prevenciji istih.

### **1.3. Metodologija**

Ovaj rad temelji se na teorijskom istraživanju i proučavanju relevantne hrvatske i strane znanstvene i stručne literature, te stručnih članaka. Korištene su metode analize, deskripcije i dedukcije, uz korištenje slikovnih i grafičkih prikaza.

## **2. Globalne financijske krize**

### **2.1. Pojam krize**

Financijska kriza predstavlja poremećaje na financijskim tržištima koji se ogledaju u poteškoćama na financijskim tržištima i padu cijena imovine. Glavni problem predstavlja pravovremeno otplaćivanje dugova, ali i naplativost ugovornih obveza.

„Ekonomska kriza je zastoj i pad gospodarske djelatnosti s teškim posljedicama za razinu proizvodnje, dohotka i zaposlenosti. Obično je to faza poslovnoga ciklusa kada se zaustavlja gospodarski polet i naglo prelazi u opadanje, pri čemu dolazi do pretrpanosti tržišta neprodanom robom, pada cijena, pada vrijednosti vrijednosnica, nestašice novca, nelikvidnosti, rasta kamatne stope, masovnih stečajeva, zaustavljanja investicija, otpuštanja radnika, smanjenja korištenja postojećih proizvodnih kapaciteta. Izostaju prihodi od prodaje robe i usluga, razmjerno rastu fiksni tereti poduzeća i zaduženost, a to dalje sužava gospodarsku djelatnost i mogućnost oporavka. To stvara velike društvene probleme, jer takva kriza pogađa istodobno većinu poduzeća, a negativni se efekti prenose na sve ekonomske subjekte i pogoršavaju opće stanje gospodarstva“ (Hrvatska enciklopedija: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=17360>).

### **2.2. Recesija i depresija – pojam**

Ekonomska recesija često se definira kao značajan pad ekonomske aktivnosti raširen po cijelom gospodarstvu, a koji traje više od nekoliko mjeseci. Pokazatelji recesije su pad realnog BDP-a, pad realnog dohotka, porast nezaposlenosti, usporena industrijska proizvodnja i maloprodaja, smanjena potrošnja. Ti pokazatelji su međusobno povezani i utječu jedan na drugog. Recesija počinje neposredno nakon što gospodarstvo dosegne vrhunac aktivnosti i završava kada gospodarstvo dosegne svoje dno. Između najniže i najviše razine, gospodarstvo je u ekspanziji.

Ekonomska depresija predstavlja ekstremni pad gospodarske aktivnosti koji traje nekoliko godina, sve dok se ta aktivnost ne vrati blizu normalnih razina. Može se reći da je depresija teža verzija recesije. U svijetu je zabilježena samo jedna depresija i to ona koja je započela 1929. godine.

Dok su recesije obično ograničene unutar jedne zemlje, Velika recesija se osjetila globalno. Dodatno, povećana globalizacija znači da recesija u jednoj zemlji neće proći nezapaženo u

gospodarstvima drugih zemalja. Depresija se osjeti u cijelom svijetu i obilježava je vrlo visok pad svih pokazatelja: zaposlenosti, proizvodnje i BDP-a (Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/depression.asp>).

### **2.3. Uzroci i posljedice**

Tržišta vrijednosnih papira važan su pokretač gospodarske aktivnosti, kao i izvor bogatstva za ulagače i financijske institucije, stoga stres ili poremećaji u njemu mogu predstavljati materijalne rizike za financijsku stabilnost cjelokupnog financijskog sustava (IMF: <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2022/06/24/Strengthening-Capital-Markets-National-Progress-and-Gaps-518365>).

Svaka kriza ima svoje uzroke, a oni mogu imati razna ishodišta, od političkih i financijskih, pa do psiholoških. Uzroci uglavnom potječu iz loših odluka koje donose gospodarstvenici, političari, a i sama vlast, koji nastoje pribaviti za sebe što veću ekonomsku korist. Kao što je Veliku depresiju 1929. godine uzrokovalo špekuliranje, odnosno osnivanje mnogobrojnih investicijskih fondova i olako izdavanje kredita građanima koji su bjesomučno kupovali dionice, a rast ponude novca vodio povećanoj trgovini dionicama, krizu 2007/2008 g. potaknuli su loši i nenaplativi krediti koje su izdavale američke investicijske banke, ali i gomilanje globalnog duga koji bi trebao biti otplaćen u budućnosti. I to je dovelo do potrošnje u budućnosti, odnosno posuđivao se novac za otplatu sadašnjeg duga iz buduće potrošnje (Galbraith, 2010).

S obzirom da banke imaju vrlo važnu ulogu na tržištu kapitala, one su i jedno od glavnih ishodišta problema. Ukoliko banke dožive smanjenje svoje aktive u bilanci raspolagati će manjom količinom financijskih sredstava koje mogu posuđivati, te će kao rezultat toga porasti kamatne stope. Kada su kamatne stope veće, pada i potražnja za kreditima, a time padaju i investicije i opća ekonomska aktivnost.

Posljedice koje ostaju nakon ovakvih stanja odnose se na zaoštavanje kreditnih uvjeta i povlačenje kapitala, odnosno smanjenje stranih investicija, pad proizvodnje i trgovine, rast nezaposlenosti, gubitak povjerenja građana u banke i ostale financijske institucije i na kraju se kriza proširuje na velik broj zemalja u kojima opada gospodarska aktivnost i povećava se javni dug.

## **2.4. Povijesna perspektiva utjecaja globalnih kriza na tržišta kapitala**

Istraživanja svjetskih kriza koje su imale utjecaj na globalno financijsko tržište, mogući uzroci i potencijalna rješenja za oporavak, danas predstavljaju značajan znanstveni interes. Mnogo toga se može naučiti iz velike depresije 1929. godine, te globalne krize 2007. godine. Njihovi uzroci su raznoliki, kao i načini rješavanja, a zajedničko im je to da je stanovništvo izgubilo povjerenje u financijske institucije i tvorce gospodarske politike. Kriza se događa kada financijska imovina gubi velik dio svoje nominalne vrijednosti, a to se onda odražava na kretanja na financijskom tržištu.

Do 1929. godine bilo je moguće smatrati sustav zlatnog standarda<sup>1</sup> najznačajnijom značajkom početne međunarodne financijske arhitekture, koja se srušila tijekom Velike depresije. Unatoč monetarnim sporazumima između nacionalnih riznica i središnjih banaka, nije bilo multilateralnih financijskih institucija i formalnih pravila o upravljanju međunarodnim financijskim transakcijama. To se odrazilo u brojnim financijskim krizama, osobito u 1920-im godinama kada je bilo relativno malo suradnje među središnjim bankama ili među državnim riznicama moćnijih nacija. Iako se kasnijih godina činilo da su obrisi stare financijske arhitekture još uvijek djelomično prisutni, u praksi su se uglavnom raspali. Ogromna, neregulirana ekspanzija financijskih tržišta i različitih financijskih instrumenata dovela je do uzastopnih financijskih valova i sve većih špekulacija do 2008. godine. Ta je kriza bila još masovnija i globalnija, te je na bolni način razjasnila pogreške nereguliranih globalnih financija. Postalo je očito da se u nadolazećim godinama mora dogoditi velika transformacija kako bi se omogućio stabilniji i pravedniji svjetski ekonomski poredak (Bach i Kardum, 2014).

Pojam krize najčešće se povezuje sa velikom nezaposlenošću, padom BDP-a, padom proizvodnje, ali i potrošnje, te problemom sa solventnošću banaka.

## **2.5. Velika depresija 1929. godine**

Nakon prvog svjetskog rata slijedilo je razdoblje oporavka. U Americi se od 1925. godine počeo energično razvijati kapitalizam; naglo se povećavao broj proizvodnih poduzeća, a s time i vrijednost proizvodnje. Poslovne zarade su eksponencijalno rasle i činilo se da konačno kreće razdoblje blagostanja. No, usporedo s takvim stanjem, ljudi su se ohrabрили i počeli s

---

<sup>1</sup> Zlatni standard je monetarni sustav u kojem novac ima fiksno pokriće u zlatu, odnosno vlasti imaju dovoljno zlatnih rezervi da mogu promijeniti sav novac koji je u optjecaju u zlato.

razmišljanjima o brznoj zaradi uz malo truda, odnosno neumjerenom želji za bogaćenjem. To su im omogućavale banke koje su nudile jeftine zajmove u velikim količinama. A to su si mogle priuštiti jer su same posuđivale novac od Sustava Federalnih rezervi po nižoj stopi, a izdavale kredite po višoj (Galbraith, 2010). Kada ljudi posjeduju višak novaca, mogu ga angažirati u špekulativne poslove. Tako su krenule špekulacije sa zemljištima, počevši od Floride, gdje se zemljište kupovalo po niskim cijenama, parceliralo i prodavalo za znatno veće iznose, pa tako unedogled. Takva manija se ubrzo proširila na ostatak Amerike.

U tom razdoblju ekonomskog procvata počeo je i burzovni boom. Bilo je to i za očekivati s obzirom na korporativne zarade s tendencijom rasta i pozitivnim izgledima za budućnost. Produktivnost je sve više rasla i to toliko da je nadmašila kupovnu moć građana. Krenulo je tada osnivanje investicijskih fondova i to neumjerenom mnogo. Ti fondovi nisu promovirali nova poduzeća, niti ih proširivali, nego su omogućavali ljudima da imaju dionice već postojećih poduzeća, ali kroz novoosnovana. Tako su izbacili na tržište vrijednosnica u vrijednosti više od tri milijarde dolara. Cijene dionica su rasle iz dana u dan, pa čak i u istom danu se pred zatvaranje burze iskazivala veća vrijednost dionice od one koja je vrijedila odmah nakon otvaranja. Bilo je to razdoblje bikovskog tržišta (Galbraith, 2010).

No, zbog sve izraženijeg porasta špekuliranja, tadašnji predsjednik SAD-a Hoover<sup>2</sup> izrazio je veliku zabrinutost i namjeru da tržište dovede u red. Godina 1928. bila je zadnja godina blagostanja i može se reći da je bila predobra da bi potrajala. Jednom kada su cijene počele neizbježno padati u listopadu 1929. godine, milijuni preopterećenih dioničara zapali su u paniku i požurili likvidirati svoje pozicije, pogoršavajući pad i stvarajući daljnju paniku. Između rujna i studenog cijene dionica pale su 33 posto. Rezultat je bio dubok psihološki šok i gubitak povjerenja u gospodarstvo među potrošačima i tvrtkama. Sukladno tome, potrošnja potrošača, posebno na trajnu robu i poslovna ulaganja drastično su smanjeni, što je dovelo do smanjene industrijske proizvodnje i gubitka radnih mjesta, a to je dodatno smanjilo potrošnju i ulaganja (Galbraith, 2010). Logično je za zaključiti da kada se iscrpi ponuda i cijene prestanu rasti, svi bi htjeli prodati, a pritom tržište ne može podnijeti ravnomjeran pad, već se sve događa strmoglavo.

Među ostalim uzrocima sloma američke burze bilo je i bujanje dugova i zajmova koji se nisu mogli likvidirati, niske plaće i loši uvjeti u poljoprivrednom sektoru.

---

<sup>2</sup> Herbert Clark Hoover (1874-1964) – 31. američki predsjednik od 1929.-1933. g.

Prema povijesnim podacima (History: <https://www.history.com/topics/great-depression/1929-stock-market-crash>), cijene dionica počele su padati u rujnu i početkom listopada 1929. Zavladao je panika na tržištu i 24. listopada, na Crni četvrtak, trgovano je rekordnih 12.894.650 dionica. Investicijska društva i vodeći bankari pokušali su stabilizirati tržište kupnjom velikih paketa dionica, proizvevši umjeren porast u petak. U ponedjeljak je, međutim, oluja ponovno izbila, a tržište je krenulo u slobodni pad. Nakon Crnog ponedjeljka uslijedio je Crni utorak (29. listopada 1929.) u kojem su se cijene dionica potpuno srušile, a u jednom danu na Njujorškoj burzi trgovalo se s 16.410.030 dionica. Izgubljene su milijarde dolara, zbrisavši tisuće investitora, a burzovni tikeri kasnili su satima jer strojevi nisu mogli podnijeti ogroman obujam trgovanja.

Bach i Kardum (2014) navode da je američka vlada znala što se događa i što im je činiti da se ovakva kriza kontrolira i smanji, no odbili su to učiniti. Na crni scenarij upozoravao je i Paul M. Warburg iz banke „International Acceptance“<sup>3</sup> već početkom 1929. godine, no nije naišao na razumijevanje vodećih u financijskom sektoru.

Učinci koje je ostavio slom burze: nakon 29. listopada 1929. cijene dionica nisu imale kamo ići osim gore, tako da je došlo do značajnog oporavka tijekom sljedećih tjedana. Međutim, cijene su nastavile padati dok su Sjedinjene Države padale u Veliku depresiju, a do 1932. dionice su vrijedile samo oko 20 posto svoje vrijednosti koja je bila u ljeto 1929. Slom burze 1929. nije bio jedini uzrok Velike depresije, ali je djelovao na ubrzanje globalnog ekonomskog kolapsa čiji je također bio simptom. Do 1933. propalo je gotovo pola američkih banaka, a nezaposlenost se približavala broju od 15 milijuna ljudi, ili 30 posto radne snage. Afroamerikanci su bili posebno teško pogođeni, jer su bili posljednji zaposleni, a prvi otpušteni. Žene su tijekom Velike depresije prošle nešto bolje, jer su tradicionalno ženski poslovi tog doba poput podučavanja i njegovateljstva bili izoliraniji od onih koji su ovisili o fluktuirajućim tržištima. Život prosječne obitelji tijekom Velike depresije bio je težak. Oluje i jaka suša u južnim ravnicama uništile su usjeve, zbog čega je to područje dobilo nadimak "zdjela prašine". "Oakies", kako su zvali odbjegle stanovnike, preselili su se u velike gradove u potrazi za poslom (Galbraith, 2010).

S obzirom da je američka ekonomija bila najrazvijenija i smatrala se pokretačem razvoja svjetske privrede, tako se i njezin slom odrazio na cjelokupnu svjetsku ekonomiju, pa se i krah burze na Wall Streetu ubrzo proširio na ostatak svijeta. Budući da je godinama prije krize SAD

---

<sup>3</sup> Paul M. Warburg (1868.-1932.) početkom 20. stoljeća vodeći stručnjak za središnje bankarstvo u SAD-u i Europi

mного novaca ulagao van svojih državnih granica, sada je zatražio povrat uloženih sredstava, te su se i te zemlje našle u situaciji sličnoj u SAD-u.

Mjere pomoći i reforme u “New Dealu”<sup>4</sup> koje je donijela administracija predsjednika Franklina D. Roosevelta (1882.-1945.) pomogle su umanjiti najgore učinke Velike depresije; međutim, gospodarstvo SAD-a nije se potpuno preokrenulo sve do nakon 1939. godine, kada je Drugi svjetski rat (1939.-45.) revitalizirao američku industriju (Federal reserve history: <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929>).

Slika 1 – Tržište medvjeda na Newyorškoj burzi od rujna 1929. do srpnja 1932. – pad vrijednosti Dow Jones industrijskog indeksa<sup>5</sup> za 89%



Izvor: <https://www.ccmmarketmodel.com/19291932-bear-market>

Slika 1 prikazuje strmoglavi pad vrijednosti dionica na Newyorškoj burzi koje su krajem 1932. godine iznosile petinu vrijednosti koju su imale u vrijeme najvećeg procvata početkom 1929.

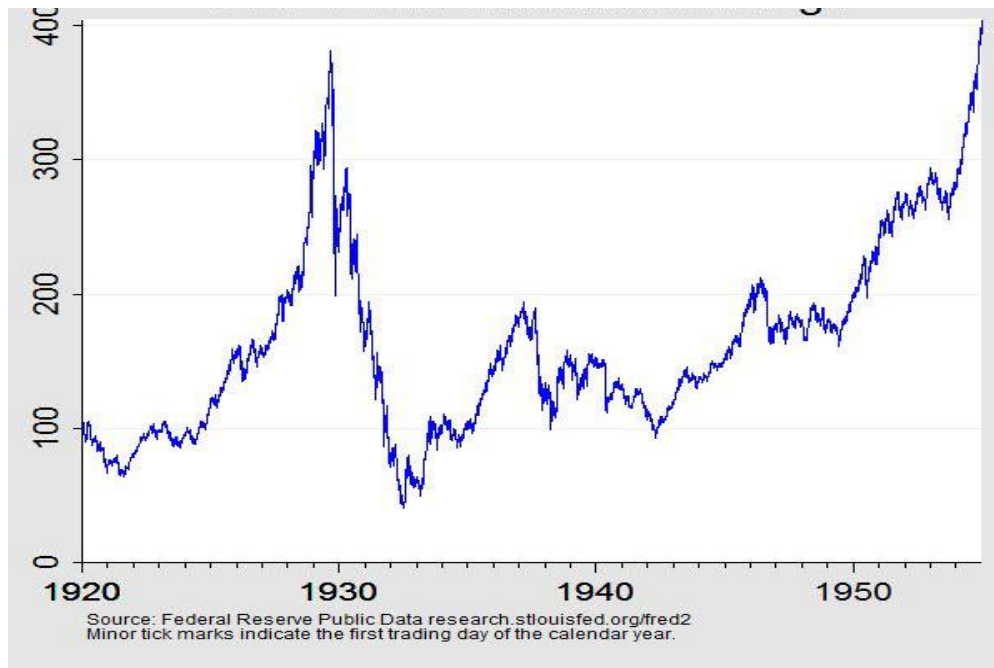
Nakon početnog pada koji se dogodio krajem 1929. godine, bilo je mnogobrojnih pokušaja spašavanja cjelokupnog financijskog sustava od strane komercijalnih banaka i Federalnih rezervi u obliku kupovanja državnih vrijednosnih papira na otvorenom tržištu, ubrzavanja odobravanja zajmova i snižavanja diskontne stope. Te radnje su povećale ukupne rezerve u bankarskom sustavu, ublažile ograničenja rezervi sa kojima su se suočavale newyorške banke,

<sup>4</sup> Novi ekonomski program kojeg je uveo američki predsjednik Roosevelt 1933. godine radi savladavanja ekonomske krize

<sup>5</sup> Dow Jones Industrial average (DJIA) je cjenovno ponderirani indeks koji prati 30 velikih kompanija s najvećom kapitalizacijom koje trguju na Newyorškoj burzi i Nasdaq

spriječile porast kratkoročnih kamatnih stopa i na kraju omogućile financijskim institucijama da nastave sa poslovanjem kako bi zadovoljile zahtjeve svojih klijenata tijekom krize. Tržište dionica je propalo, ali su zato komercijalne banke uspjele nastaviti sa radom, upravo zahvaljujući tim donešenim odlukama.

Slika 2 – Dnevna zaključna cijena Dow Jones industrial indexa od 02.01.1920. do 31.12.1954.



Izvor: <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929>

Slika 2 prikazuje grafikon iz kojeg je vidljivo kretanje Dow Jones industrijskog indeksa (bazni indeks = 100) kroz razdoblje od 1920. do 1954. Dow Jones industrijski indeks pokazuje vrlo visok rast početkom 20-ih godina prošlog stoljeća kada se dogodio ekonomski procvat u Americi. Taj rast ima svoj vrhunac 3. rujna 1929. od kada strmoglavo pada sve do 8. srpnja 1932. godine. Indeks se vratio na svoje početne razine tek u studenom 1954. godine.

Kao odgovor na ovu veliku krizu, u pokušaju zaštite ulagača, američki Kongres je 1934. godine osnovao agenciju za sigurnost i razmjenu (SEC-Securities and Exchange Commission). Glavni zadatak agencije je da stavlja na raspolaganje potpunu objavu podataka javnosti, štiti ulagače od bilo kakvih prijevara, te nadzire rad izlistanih poduzeća koja kotiraju na burzi u Sjedinjenim Državama. Brokери/dileri i upravitelji imovinom se moraju registrirati kod SEC-a prije pokretanja poslovanja.



## 2.6. Velika recesija 2007. godine

Nakon Velike depresije na globalnoj razini dogodilo se još nekoliko ekonomskih i financijskih kriza, no ona koja je započela 2007. godine jedina se može mjeriti sa onom iz 1929 g., po intenzitetu i rasprostranjenosti. Razmjeri su joj bili dramatični, a svjetska ekonomija se suočila sa najdubljom recesijom nakon Drugog svjetskog rata. Većina stručnjaka smatra da se glavna krivica nalazi u manjku kontrole financijskog sustava, nedoraslim instrumentima tadašnje monetarne politike i izbjegavanju regulacije i nadzora (Bach i Kardum, 2014).

Kriza je započela na tržištu nekretnina slomom hipotekarnih kredita u SAD-u, a poznata je i kao kriza bankarstva i novčarstva. Banke i kreditne institucije nudile su niske kamatne stope na hipoteke i time potaknule mnoge vlasnike kuća da uzmu kredite koje si nisu mogli priuštiti. Priljevom svih hipoteka zajmodavci su stvorili nove financijske instrumente MBS („Mortgage-backed security“ ili vrijednosni papiri osigurani hipotekom) koji su bili povezane hipoteke koje su se mogle prodati kao vrijednosni papiri s minimalnim rizikom. No, to je ubrzo dovelo do nesigurnosti kod određivanja vrijednosti tih vrijednosnih papira.

Cijene nekretnina su nekoliko godina unatrag rasle, a vrhunac su dostigle u srpnju 2006. kada je uslijedio pad koji je uzrokovao slom tržišta hipotekarnih kredita. Isprva su trgovci nekretninama bili vrlo zadovoljni sa tim smjerom događanja jer su pretpostavljali da će se tržište nekretnina vratiti na održiviju razinu. No, nisu uzeli u obzir činjenicu da ima mnogo vlasnika kuća sa upitnim kreditima odobrenih za hipotekarne zajmove, čak pojedinicima za 100% vrijednosti nekretnine. Cijene su padale i dalje, te se je 2008.g. kriza proširila na svjetsko financijsko tržište. Osjetilo se to na proizvodnji, trgovini i međunarodnim transferima kapitala.

Felton i Reinhart (2008) navode da su hipoteke koje se odjednom više nisu mogle otplaćivati, počele utjecati na stabilnost financijskih institucija koje su im bile izložene, a tako i na financijske proizvode vezane uz te hipoteke. Usprkos naporima vlasti da smiri tržišta sa velikom dozom likvidnosti, kriza se samo produbila u ožujku 2008. kada je Vlada SAD-a odlučila intervenirati spašavanjem investicijske banke Bear Stearns. Nakon pokušaja da spasi još dvije agencije za hipotekarne kredite (Fannie Mae i Freddie Mac), došlo je do potpunog kolapsa povjerenja u tržište. Tada je 150 godina stara investicijska banka Lehman Brothers bila prisiljena proglasiti bankrot, dok je najveće svjetsko osiguravajuće društvo AIG („American International Group“) spašeno i nacionalizirano od strane vlade SAD-a. Još 2007. godine su banke počele paničariti kad su shvatile da će morati apsorbirati gubitke, pa su prestale

posuđivati jedna drugoj jer nisu željele da im druge banke daju bezvrijedne hipoteke kao sredstvo osiguranja. Rezultat toga je bio porast troškova bankarskog zaduživanja.

Nakon toga se dogodio logičan slijed događanja; američke i europske banke su zatražile povlačenje svojih sredstava od međunarodnih zajmova time izazivajući teške financijske probleme i dužničku krizu u zemljama koje su se zaduživale u inozemstvu. Presušili su i međunarodni trgovinski krediti, dovodeći uvoz i izvoz do zastoja u mnogim zemljama i sektorima. To je ukazalo na veliku povezanost američkih i europskih financijskih tržišta sa Japanom i ostatkom svijeta, što do tada nije bilo toliko vidljivo. Financijska zaraza posebno se snažno osjetila u zemljama čiji su financijski sustavi već ranije bili ranjivi zbog domaćih stambenih mjehura i pretjeranih deficita na tekućim računima. Utjecaj financijske krize također se globalno proširio kroz različita prelijevanja u realnoj ekonomiji kao što su npr. kolaps izvoza, cijena roba i plaćanje doznaka.

U kolovozu 2007. pojavili su se pritisci na određenim financijskim tržištima, posebice na tržištu komercijalnih papira osiguranih imovinom, budući da su ulagači na tržištu novca postali oprezniji zbog izloženosti drugorazrednim hipotekama. Došlo je do smanjenja likvidnosti gospodarstva koje je nužno za zdravo održavanje gospodarske aktivnosti, a smanjena likvidnost je dovela do smanjenja kreditne aktivnosti banaka. Ministarstvo financija SAD-a je oformilo pet paketa pomoći problematičnoj imovini (Felton i Reinhart, 2008) na način da su kupili dionice kompanija kada su cijene bile niske, a prodavali kad su bile visoke. Njihova pomoć se koristila za sljedeće:

- kupnju povlaštenih dionica banaka kao način da im se vrati novac,
- spašavanje automobilskih tvrtki,
- spašavanje AIG-a,
- jačanje kreditnih tržišta, te
- izmjenu hipoteka.

Za spašavanje poduzeća bio je namijenjen paket gospodarskih poticaja, te zakonski regulirano smanjenje poreza, provjeru poticaja i izdatke za javne radove. Do 2011. godine na taj način se velika količina novaca stavila u džepove malih potrošača što je bilo dovoljno da se u SAD-u okonča financijska kriza.

„Razvojem odnosa na financijskim tržištima u vrijeme krize javljaju se znatne razlike između mogućnosti financiranja na pojedinim tržištima. Smanjenjem razina kamatnih stopa od strane centralnih banaka dobrostojeći subjekti na razvijenim financijskim tržištima će biti u mogućnosti ostvariti posebno povoljne uvjete financiranja dok će istovremeno na manje razvijenim i djelomično likvidnim financijskim tržištima mogućnosti financiranja biti bitno smanjene“ (Ilić, 2013).

Slika 3 – Dow Jones index od 2006. do 2013. godine



Izvor: <https://seekingalpha.com/article/1274191-etf-chart-of-the-day-dow-jones-industrial-average>

Slika 3 prikazuje kretanje Dow Jones industrijskog indeksa u razdoblju od 7 godina gdje je vidljivo da je nakon što je postigao svoj vrhunac 2007. godine, počeo polako padati cijelu tu godinu, 2008. pa sve do početka 2009. godine, kada se konačno počeo bilježiti rast. Tek se u ožujku 2013. godine oporavio do svoje najviše vrijednosti iz 2007. Učinak koji je ostavila Velika recesija, između ostalog, je i najniža razina inicijalne javne ponude dionica (IPO – „Initial Public Offering“)

Da bi se spriječilo ponavljanje tako velikih globalnih kriza na financijskim tržištima, te gospodarstvu općenito, u SAD-u je 2010. usvojen Zakon o reformi Wall Streeta i o zaštiti potrošača Dodd-Frank<sup>6</sup> koji je ograničio neke od rizičnijih aktivnosti najvećih banaka, povećao vladin nadzor nad njihovim aktivnostima i prisilio ih da održavaju veće novčane rezerve. Prema tom Zakonu Nadzorno vijeće financijske stabilnosti i Upravno tijelo za likvidaciju nadziru financijsku stabilnost velikih financijskih tvrtki jer bi propast tih tvrtki mogao imati ozbiljan negativan učinak na gospodarstvo SAD-a (tvrtke koje se smatraju prevelikima propasti, engl. „too big to fail“). Zakon također predviđa likvidacije ili restrukturiranja putem Fonda za redovnu likvidaciju, osnovanog za pomoć u raspuštanju financijskih tvrtki koje su stavljene u stečaj i sprječavanje da se porezni dolari koriste za podupiranje takvih tvrtki. Vijeće ima ovlasti razbijati banke koje se smatraju toliko velikima da predstavljaju sistemski rizik; također ih može prisiliti da povećaju svoje obvezne pričuve. Slično tome, novi Savezni ured za osiguranje dobio je zadatak identificirati i nadzirati osiguravajuća društva koja se smatraju prevelikima da bi propala (Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp>). Taj je zakon nakon 2017. godine pod kontrolom D.Trumpa i njegove administracije doživio mnoge izmjene, no najviše njih ukida mnoge odredbe izvornog Zakona.

## **2.7. Velika recesija u Europi**

Recesija je započela u Europi u drugom tromjesečju 2008. godine; gospodarstvo se smanjivalo pet uzastopnih tromjesečja, a rast se vratio tek u drugoj polovici 2009 godine. Međubankarsko kreditiranje je presušilo, a banke su se razduživale (engl. „deleveraging“) i zatvarale kreditne linije, što je zaustavilo kreditiranje. Gledajući unatrag, EU je poduzela izvanredne mjere kako bi spriječila ponavljanje još veće krize od one iz 1930-ih. Primijenjene su tri glavne vrste djelovanja: na razini EU-a, razini središnje banke i razini vlade. U 2008. veliki paket poticaja nazvan Europski plan gospodarskog oporavka (EERP) pokrenula je EU. Europska središnja banka („European central bank – ECB“) je poduzela mjere za podršku likvidnosti bankarskog sektora i ekonomičnost i izazvala negativan učinak grudve snijega (Europska komisija: <https://ec.europa.eu/info/>). Ovo pooštavanje standarda kreditiranja bilo je popraćeno padom bogatstva kućanstava (zbog, primjerice, pada cijena imovine kao što su dionice i nekretnine).

---

<sup>6</sup> Dodd-Frank Zakon o zaštiti potrošača nazvan po senatorima Christopheru J. Doddu i predstavniku Barney Franku

To je značilo da su ulaganja i potražnja u gospodarstvu naglo pali, a štednja je postala preferirana opcija za prevladavanje nepovoljnih makroekonomskih uvjeta. Proizvođači su se suočili s prisilnim stvaranjem zaliha, što je neminovno dovelo do smanjenja proizvodnje. Globalna trgovina je također propadala u zadnjem tromjesečju 2008. zbog pada poslovnih ulaganja i potražnje za potrošnim dobrima. Loše stanje gospodarstva vrlo brzo se pretočilo u rastuću nezaposlenost, dok su brojne zemlje zbog uštede uvele skraćena radna vremena i smanjenja broja radnih sati. Kriza je pogodila cijelu Europsku uniju, no dubina krize je bila nejednaka po pojedinim državama članicama, te je i oporavak išao različitim tokovima.

Mjere koje je tada poduzela EU spriječile su ponavljanje krize iz 1930-ih. Veliki paket poticaja Europske unije EERP (Europska centralna banka: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1483.pdf>) pomogao je kao podrška likvidnosti bankarskog sektora, kao i zadovoljavanje potreba banaka financiranjem. Vlade su također podržale financijski sustav povećanjem gornjih granica osiguranja depozita, davanjem jamstava za bankarske obveze i dokapitalizacijom banaka koje su spašavane. Provedene su i fiskalne mjere kako bi se smanjile posljedice krize na ostatak gospodarstva. To je rezultiralo smanjenjem poreznih primitaka u kombinaciji s povećanim državnim socijalnim davanjima kako se gospodarstvo usporavalo, te ciljanih diskrecijskih fiskalnih mjera, kao što su dodatna javna ulaganja, porezne olakšice i subvencije za rad s nepunim radnim vremenom. Ove radnje dovele su do dramatične eskalacije javnog duga. Europa nije tako dobro prošla kao SAD jer je nakon kratkog razdoblja oporavka uslijedilo pogoršanje s početkom europske dužničke krize (Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/>).

Europska kriza državnog duga bila je isprepletena u financijsku krizu 2007.-2009. i izvršila ozbiljan pritisak na europodručje, stavljajući naglasak na financijski sektor i napuhujući javne proračune. Nekoliko je država članica trebalo financijsku pomoć iz EU, eurozone i Međunarodnog monetarnog fonda („MMF-a“) nakon gubitka pristupa financijskim tržištima. Probleme su pogoršale makroekonomske neravnoteže koji su se izgradile unutar nekoliko država članica. Također, usporavanje gospodarske aktivnosti dovelo je do smanjenja poreznih prihoda, čineći visoke proračunske deficite neodrživim. U isto vrijeme prinosi na obveznice koje su zahtijevali ulagači, koji su cijenili rizike i marže zamjene kreditnog rizika, bili su previsoki da bi ih same zemlje financirale. Kriza se dogodila kao rezultat naglog porasta javnog duga: pokrenuta je kada je 2009. godine otkriveno neadekvatno, potcijenjeno prijavljivanje grčkog javnog duga i deficita. Slijedio je domino efekt zbog golemog gubitka povjerenja financijskih tržišta u kreditne sposobnosti nekoliko drugih država članica. Irska i Španjolska

našle su se pod povećalom zbog negativnih učinaka izazvanih pucanjem mjehura nekretnina i sve većim javnim dugom koji se koristio za spašavanje banaka, Portugal zbog velikih i rastućih makroekonomskih neravnoteža, a Cipar nakon duboke bankarske krize (Europarlament: <https://www.europarl.europa.eu/>).

Gledajući unatrag, čini se da je kriza državnog duga iznenadila EU i države članice; bez uspostavljenih mehanizama za rješavanje krize, niti odgovarajućih proračunskih sredstava dostupnih za spašavanje posrnutih banaka i poticanje gospodarstva, situacija se brzo pogoršala. Europska centralna banka morala je proširiti spektar svojih djelovanja na razrješavanju krize i to nekonvencionalnim mjerama monetarne politike, osiguravajući bankama dugoročnu likvidnost, na način da je kupovala državne obveznice i druge vrijednosne papire na sekundarnim tržištima. Na taj su način smanjili kamatne stope i izbjegli deflaciju, te potaknuli potražnju.

Glavni ekonomski pokazatelji, kao što su rast BDP-a, zaposlenost i investicije, krenuli su u pozitivu tek 2014. godine, iako su se još uvijek osjećale posljedice krize. Mjere pomoći koje je provodila Europska centralna banka su se ukinule, a opće stanje se postupno počelo popravljati. I Europa je uvidjela potrebu uvođenja mjera koje će poboljšati otpornost financijskog sustava. Nakon analize slabosti koje su pridonijele širenju krize, Europska unija je donijela jedinstven pravilnik<sup>7</sup> kojim je reguliran nadzor bankarskog sustava, učinkovito upravljanje rizicima i kojim se osigurava normalna aktivnost banaka (Politike EU: <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/>).

Uz napredovanje bankovne unije velikom brzinom, Europa je pokrenula još jedan veliki projekt: uniju tržišta kapitala („Capital Markets Union“) kojoj je cilj stvoriti dublja i integriranija tržišta kapitala. Temelj te unije su slobodno kretanje robe, ljudi, usluga i slobodno kretanje kapitala i plaćanja. Tradicionalno, Europom je dominiralo bankovno financiranje: kada je poduzetniku trebalo financiranje, obraćao se bankama kao glavnom partneru. Tijekom krize banke su nastojale smanjiti svoju izloženost riziku, pa je zbog toga presušilo financiranje poduzetnika, malih i srednjih poduzeća, te nekih poduzeća. Taj problem rješavala je unija tržišta kapitala povećanim protokom financiranja od poduzetničkog do privatnog kapitala, te u konačnici do financiranja tržišta dioničkog i dužničkog kapitala. Na taj način se smanjila

---

<sup>7</sup> Pravilnik bankarske unije koja je stvorena 2012. u cilju osiguranja stabilnosti, sigurnosti i pouzdanosti bankarskog sektora u eurozoni i široj EU

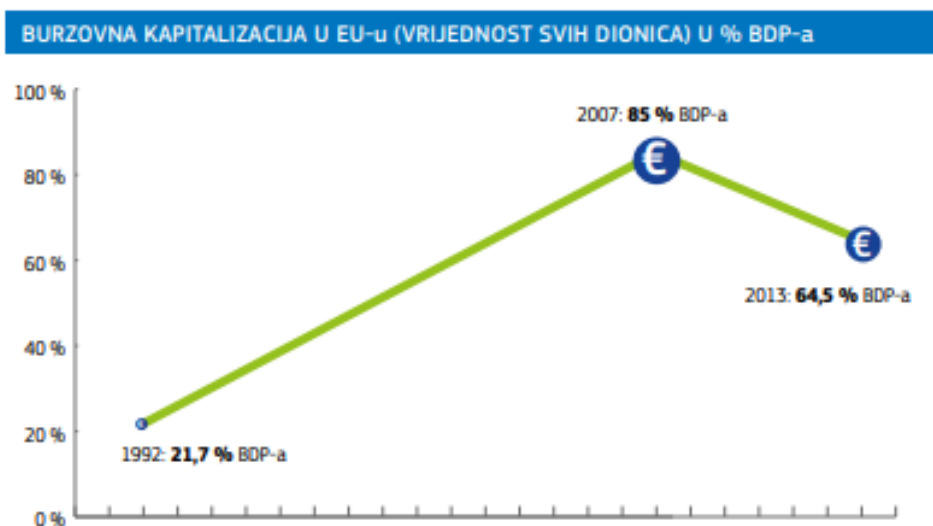
ovisnost cjelokupnog gospodarstva Europske unije o bankama, a povećala se otpornost financijskog sustava.

## 2.8. Tržišta kapitala u EU u razdoblju prije i nakon Velike recesije

U Europi trenutno postoji jedinstveno tržište kapitala (EURONEXT) sa sjedištem u Amsterdamu, koje povezuje sedam europskih gospodarstava: Nizozemsku, Belgiju, Irsku, Portugal, Italiju, Norvešku i Francusku, te posluje u svakoj od navedenih zemalja članica. Trguje se dionicama, fondovima, derivatima, obveznicama, robom, jamstvima itd. Krajem 2021. godine imao je tržišnu kapitalizaciju u vrijednosti od 6 - 9 trilijuna eura. Danas gotovo svaka država Europe ima svoje tržište kapitala (Euronext: <https://www.euronext.com/en>).

Prema povijesnim podacima EU na tržištima kapitala europodručja, a prije početka Velike recesije, visina tržišne kapitalizacije se do 2007. godine popela do 85% iznosa BDP-a, a onda je krenuo pad. 2013. se bilježi pad na 64,5% BDP-a što je vidljivo na sljedećoj slici:

Slika 4 – Burzovna kapitalizacija u EU (vrijednost svih dionica) u % BDP-a



Izvor: Europska komisija: [http://publications.europa.eu/resource/cellar/53f2ea1d-8cf6-11e5-b8b7-01aa75ed71a1.0014.01/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/cellar/53f2ea1d-8cf6-11e5-b8b7-01aa75ed71a1.0014.01/DOC_1)

Najveća tržišta dionica nalaze se u najvećim gospodarstvima, ali koncentracija tržišta veća je nego što bi sugerirala čista ekonomska veličina: zemlje obuhvaćene s pet najvećih burzi činile su samo 87 % ukupnog BDPa EU-a i 2007. i 2015. godine, radi se o 14 zemalja sa sjedištem u srednjoj, sjevernoj i zapadnoj Europi, kao i na Baltiku (prema podacima Europske komisije).



Na svim tim tržištima bilježi se pad vrijednosti burzovnih indeksa, pad prometa i tržišne kapitalizacije od početka 2008. godine, a ponovni rast je individualan za svako pojedino tržište.

## **2.9. Komparativna analiza ekonomskih kriza iz 1929. i 2007. godine**

Velika depresija koja je započela 1929. godine i Velika recesija 2007. bile su povijesna prekretnica nakon koje se restrukturirala dinamika cjelokupne svjetske ekonomije. Ekspanzivna monetarna politika, odnosno pretjerano kreditiranje, bez fokusiranja na temeljnu inflaciju i rast cijena imovina, zajednički su uzroci obaju kriza koje su imale implikacije na globalno financijsko tržište. Dodatne sličnosti uključivale su značajne promjene u financiranju nekretnina od strane poslovnih banaka uz konsolidaciju bankarskog sektora i velike nade da će učinkovitost monetarne politike spriječiti financijske krize. Ova su desetljeća također obilježena učvršćivanjem ovlasti mladih središnjih banaka (Sustava federalnih rezervi 1920-ih i Europske središnje banke 2000-ih), neuspješnim pokušajima kontrole tržišnih špekulacija, njihovim međunarodnim dimenzijama, te izbijanjem kriza nakon propasti velike američke financijske institucije koja se mogla izbjeći (Gavranović, 2020).

U Sjedinjenim Državama, gdje su učinci depresije općenito bili najgori, između 1929. i 1933. industrijska proizvodnja pala je za gotovo 47 posto, bruto domaći proizvod (BDP) pao je za 30 posto, a nezaposlenost je dosegla više od 20 posto. Usporedbe radi, tijekom Velike recesije 2007.–2009., drugog najvećeg gospodarskog pada u povijesti SAD-a, BDP je pao za 4,3 posto, a nezaposlenost je dosegla nešto manje od 10 posto.

Svjetska industrijska proizvodnja od travnja 2008. do travnja 2009. padala je jednako brzo kao tijekom prve godine Velike depresije, dok su cijene dionica i obujam svjetske trgovine padali brže nego u istom razdoblju Velike recesije. Do razlike je došlo nakon desetak mjeseci. Tijekom Velike recesije došlo je do relativno brzog oporavka nakon deset mjeseci. Takav oporavak nije se dogodio tijekom Velike depresije. Pad se nastavlja još 25 mjeseci prije nego što je počeo stabilan oporavak. Temeljni razlog za ovaj oštri kontrast između ove dvije krize bile su različite reakcije monetarnih i fiskalnih vlasti (Bach i Kardum, 2014). Tijekom Velike depresije monetarne i fiskalne vlasti provodile su restriktivne politike. Ove loše osmišljene politike imale su učinak intenziviranja i produljenja pada proizvodnje i pretvaranja toga u Veliku depresiju. Do 2008. godine kreatori politike naučili su lekcije iz povijesti i reagirali monetarnim i fiskalnim poticajima. Kao rezultat toga, gospodarski pad koji je u početku imao sve sastojke da postane Velika depresija prekinut je.



Nakon obje velike krize dolazi do novih regulacija u bankarskom sektoru, kako bi se u budućnosti izbjegla, odnosno ne ponovila globalna financijska kriza. No, to samo po sebi nije dovoljno jer je potrebno promijeniti više segmenata koji utječu na normalno odvijanje gospodarske aktivnosti.

Slika 5 – Dow Jones industrijski indeks u razdoblju od 100 godina



Izvor: <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>

Slika 5 prikazuje interaktivni grafikon burzovnog indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) za posljednjih 100 godina. Povijesni podaci prilagođeni su inflaciji, a svaka podatkovna točka predstavlja vrijednost na kraju mjeseca. Vidljive su velike oscilacije kretanja indeksa u vrijeme velikih financijskih kriza 1929. i 2008., no na različitim razinama vrijednosti indeksa.

### 3. Financijske krize novijeg doba

#### 3.1. Energetska kriza

Kao jedan od važnih faktora koji utječu na globalnu ekonomiju, kriza uzrokovana nestašicom energenata zauzima veliki udio u problemu s obzirom da je nafta temelj globalne ekonomije.

Tijekom 1950-ih i 1960-ih godina, potrošnja nafte je naglo porasla, potaknuta neobuzdanom industrijalizacijom i sve većom dostupnošću materijalnih dobara, posebice automobila, diljem zapadnog svijeta. Optimizam je bio velik, a činilo se da je ponuda nafte neograničena - sve do 1973. kada je došlo do sukoba SAD-a i arapskog svijeta. Organizacije zemalja izvoznica nafte (OPEC) prekinule su izvoz nafte prvenstveno SAD-u, Ujedinjenom Kraljevstvu, Japanu, Nizozemskoj i Kanadi, a kasnije i nekim ostalim državama. Cijena nafte u Sjevernoj Americi učeterostručila se u roku od nekoliko mjeseci, benzinske postaje su ostale bez goriva, a dugi redovi vozača koji su htjeli kupiti gorivo bili su uobičajena mjesta diljem kontinenta. Iznenada su svi postali svjesni svoje ovisnosti o uvozu nafte s Bliskog istoka, pa su i industrijske zemlje Zapada bile uvelike uzdrmane krizom. Vlada, industrija i pojedinačni potrošači počeli su uviđati mudrost u očuvanju domaćih rezervi nafte. Proizvođači automobila počeli su proizvoditi motore s manjom potrošnjom goriva, a provedeno je i više istraživanja o alternativnim izvorima energije, poput energije vjetra i sunca, kao i nuklearne energije.

Nakon prvog, uslijedio je drugi naftni šok i to vrlo brzo nakon prvog. Dogodilo se to 1979. nakon iranske revolucije kada je iranska proizvodnja nafte pala za 7% . Cijene nafte u svijetu počele su naglo rasti sredinom 1979., više nego udvostručivši se između travnja 1979. i travnja 1980. Povećana potražnja za naftom koja dolazi i zbog rastućeg globalnog gospodarstva i naglog povećanja potražnje iz predostrožnosti bila je odgovorna za velik dio povećanje cijene nafte tijekom krize. Nastavno na povećanje cijena nafte, došlo je i do ubrzanog povećanja inflacije (Ozili, 2021).

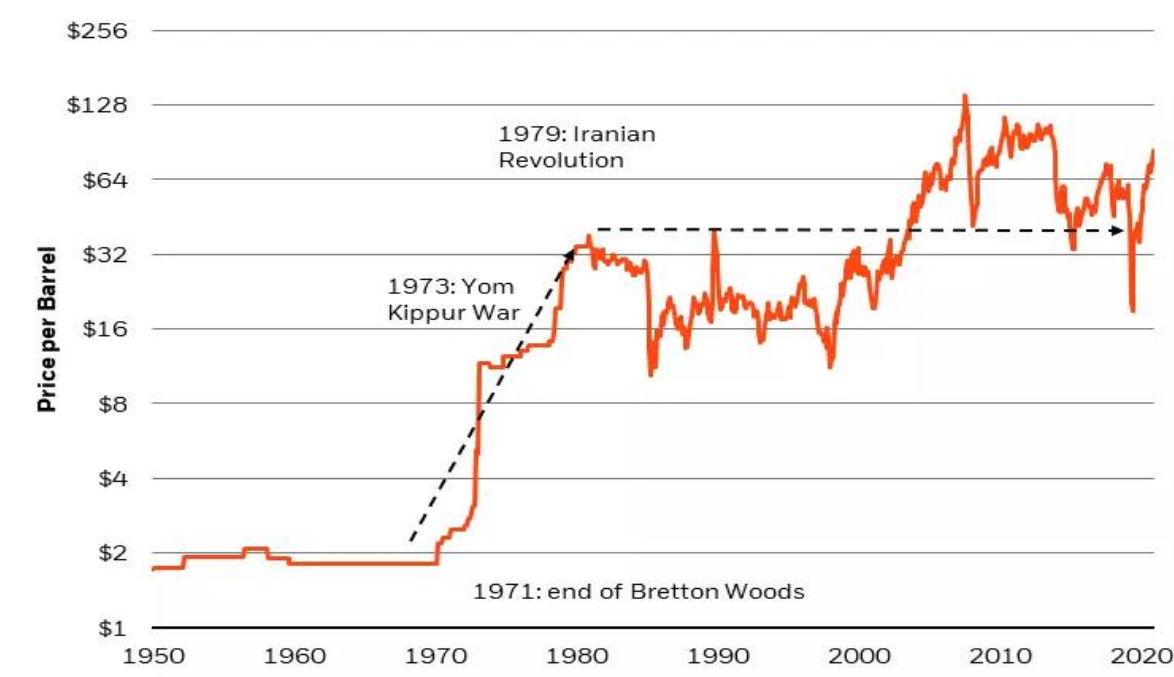
Nedostatak nafte na tržištu znači da nam svakodnevni život postaje skuplji. Za početak poskupljuje proizvodnja, što se odražava na krajnju cijenu koju plaća potrošač. Poskupljuje i hrana, naročito ona hrana koja se izdaleka mora prevoziti kamionima, teretnim brodovima ili avionima. Dakle, nafta daje mobilnost, ali također grije i hladi domove te uspijeva stvoriti električnu energiju. Mnogi proizvodi, koji su svakodnevno potrebni, napravljeni su od nafte, kao što su plastika, odjeća, lijekovi, kozmetika itd. Naftna kriza ima značajne posljedice na mnoge poslove koji se oslanjaju na nju jer gotovo svaki posao ovisi o nafti, ako se neki izravno oslanjaju na naftu, a neki neizravno. Iz tog razloga ljudi gube posao, posebno u nekim određenim industrijama.

Naposljetku, usporavanje gospodarske aktivnosti u industrijskim zemljama i ulaganja u dodatnu proizvodnju energije i tehnologije za očuvanje energije pomogli su zasićenju tržišta naftom i okončali naftnu krizu. Počevši od sredine 1980. godine, stvarne cijene nafte počele su padati i time se uspostavio trend koji je trajao veći dio sljedećih dvadeset godina (Equiti:

<https://www1.equiti.com/newsroom/articles/2021/sep/higher-global-energy-prices-and-the-impact-on-stock-markets>).

Na tržištima kapitala cijene dionica osciliraju i to ovisno o sektoru kojem tvrtka pripada. Nakon svake energetske krize, svjetska tržišta kapitala su burno reagirala, no svejedno su se relativno brzo oporavila.

Slika 6 – Kretanje cijena nafte na svjetskom tržištu kroz 70 godina (1950.-2020.)



Izvor: <https://www.blackrock.com/blk-one-assets/cache-1638116668000/images/media-bin/web/global/charts/fig3-chart-not-the-1970s-again.webp>

Slika 6 prikazuje stabilnost cijena nafte do 1973. godine kada je uslijedio prvi naftni šok. Tijekom 70-ih godina cijene nafte su porasle s oko 2 dolara na 32 dolara. Taj 16-struki porast cijena nafte se više nije ponovio, s obzirom na jedinstvene šokove koji su ga tada izazvali.

Globalna ekonomija trenutno je suočena s pravom krizom rastućih cijena energenata, što prijeti globalnom gospodarskom oporavku, a rast cijena nafte, prirodnog plina i ugljena, osim lanca nabave, prati i poremećaj opskrbe robom. Rastuće cijene energije u pravilu kočje gospodarstvo, što utječe na sve; od potražnje za robom široke potrošnje, cijena zrakoplovnih karata do industrijske proizvodnje, kao i zapošljavanja. Prema podacima iz prva tri kvartala 2021. g.

cijene nafte su skočile na globalnoj razini nakon što je OPEC+ odlučio ne mijenjati trenutnu politiku. Sve to unatoč zahtjevima mnogih zemalja da povećaju proizvodnju kako bi se ograničio nagli porast cijena nafte, koji je dosegao više od 69% u 2021., a što je zahvatilo mnoge industrije. Također, cijene prirodnog plina porasle su za više od 115% (Equiti: <https://www1.equiti.com/newsroom/articles/2021/sep/higher-global-energy-prices-and-the-impact-on-stock-markets>).

Visoki troškovi energije utječu na oporavak gospodarstva, a sav novac potrošen na energiju je novac koji se ne troši na potrošnju, što može potkopati oporavak gospodarstva nakon razdoblja pandemije korona virusa, a oporavak gospodarstva je faza koja slijedi nakon recesije koju karakterizira rast BDP-a, povećanje zarada i niže nezaposlenosti. Povećanje cijena energije često smanjuje očekivanja gospodarskog rasta i povećava očekivanja inflacije u kratkom roku, tako da će smanjenje očekivanja gospodarskog rasta smanjiti očekivanja zarade poduzeća, negativno utječući na cijene dionica. Osim toga, porast cijena inputa povezan s cijenama energije dovodi do smanjenja profitnih marži (Ozili, 2021). Visoka inflacija ima izravan utjecaj na burze i dnevne cijene dionica, što znači da visoka inflacija tjera investitore da traže veći povrat, pogotovo kada se ulaže u dionice čija realna vrijednost opada. Kada dođe do takve situacije, središnja banka može intervenirati i ograničiti ponudu novca, a zatim podići kamatne stope, što se odražava na smanjenje novčanih tokova poduzeća i smanjenje njihove tržišne vrijednosti.

### **3.2. Posljedice korona krize na tržišta kapitala**

Trenutna ekonomska kriza uzrokovana pandemijom razlikuje se od prethodnih, poput Velike depresije 1930-ih i Velike recesije 2007. – 2009., jer uključuje višestruke neizvjesne socioekonomske veze. To je velikim dijelom uzrokovano zabrinutošću povezanom sa širenjem bolesti i vladinim politikama usmjerenim na ograničavanje kontakta između osoba. Zabrinutost javnosti za zdravlje, te naredbe o ostanku kod kuće i zatvaranju osmišljene da ograniče kontakte smanjile su novčani tok u poduzećima i povećale broj nezaposlenih radnika. Pojavila se potreba povećanog kratkoročnog i srednjoročnog financiranja kako bi se države mogle nositi sa zdravstvenom situacijom, ali i započeti rad na oporavku. Mnoge zemlje u razvoju uvelike se oslanjaju na izvore prihoda kao što su robni izvoz i turizam te su nerazmjerno pogođene očekivanom globalnom recesijom. Padaju i porezni prihodi, dok je pristup ovih zemalja financijskim tržištima ograničen. Šonje i Kotarski (2020) navode da bi gospodarski oporavak

trebao bili ublažen standardnim fiskalnim i monetarnim stabilizacijskim mjerama, no takve mjere su ograničene iz razloga što ovog puta oporavak ovisi o protuepidemijskim politikama. Monetarna politika može samo ublažiti simptome i pokušati spriječiti širenje zaraze na druga područja, dok fiskalna politika ima pravu moć: „promjene javnih prihoda, rashoda, deficita i posljedično javnog duga mogu pomoći društvu u prilagođavanju novonastaloj situaciji“ (Šonje i Kotarski, 2020).

Na financijskim tržištima događaju se velike promjene koje investitorima zadaju mnogo briga, a na vrhu popisa je rastuća inflacija, kao i potraga za rješenjem tog problema koji najavljuje kraj iznimno labave monetarne politike i početak ciklusa povećanja kamatnih stopa. Povijesno gledano, možemo očekivati mnoge reforme koje će utjecati na život svih pojedinaca (Katavić i sur.,2020).

Što se tiče inflacije, prema Godišnjaku Credit Suissa (2022) prosječna stopa inflacije u 21 zemlji s financijskom poviješću od 1900. bila je samo 0,4%, najniža od 1934. U 2021. prosječna inflacija porasla je na 4,4%. Inflacija je velika briga u doba nakon pojave korona krize: u SAD-u premašuje 8%; u Velikoj Britaniji i Njemačkoj je 10,1% odnosno 7,5%. Utjecaj inflacije na obveznice je vrlo negativan, a isto je i sa dionicama. Početkom 2022. godine, inflacija je nastavila i dalje ubrzavati, najviše zbog sve veće potražnje potrošača kako su se gospodarstva počela oporavljati nakon restrikcija uzrokovanih pandemijom. Za kontrolu inflacije najviše su odgovorne središnje banke, koje kao alat koriste povećanje kamatnih stopa na kredite, kreditne kartice i ostale zajmove kako bi prisilili potrošače na manju potrošnju. Manja potrošnja ograničava ponudu novca i smanjuju se inflatorni pritisci. Promjene u ponašanju potrošača, kao prijenosni mehanizam, utječu na cijene dionica i obveznica, a to opet mijenja portfelj investitora kojem manja vrijednost znači manju buduću potrošnju. Promjene u cijeni obveznica odražavaju promjene u troškovima dugoročnih zajmova, a to utječe na stvarnu gospodarsku aktivnost (Godišnjak Credit Suisse, 2022).

Prije pojave korona krize, pojedine ekonomije sa niskom stopom razvoja financirale su svoj gospodarski rast plasmanima financijskih institucija iznad razina koje su bile uobičajene do tada. I kao što se događalo u vrijeme prijašnjih kriza, likvidnost cjelokupnog financijskog sustava je poremećena, gospodarska aktivnost je značajno usporena, a to je dovelo do kontinuirane neravnoteže između robnog i financijskog tržišta. Problemi financijskog sustava koje je uzrokovala korona kriza razlikuju se u zemljama koje su razvijenije od onih koje su manje razvijene, pa se tako i različito rješavaju.

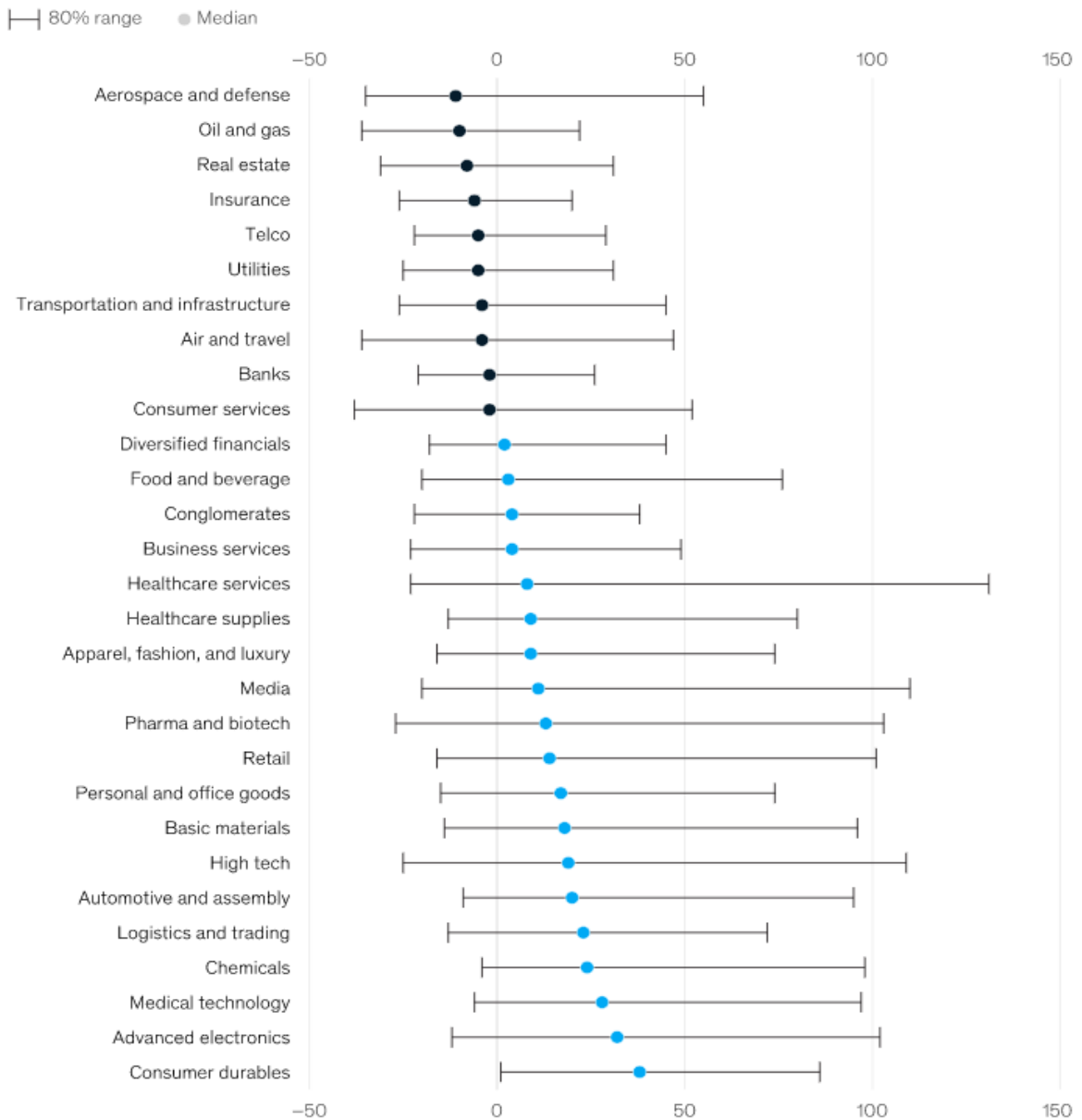
Banke i institucije tržišta kapitala sada nemaju drugog izbora nego ostati veoma oprezne i prilagođavati svoje poslovanje okolnostima koje se mijenjaju. Iako se u svijetu mogu već vidjeti neke agresivne fiskalne i monetarne politike, još nije jasno kako će te radnje stabilizirati tržišta i ubrzati put do normalnosti.

Cijene dionica su početkom pandemije počele padati i nastavile mjesecima nakon početka uz povećanje volatilnosti financijskih tržišta i neizvjesnost utjecaja na globalno gospodarstvo. Također se povećavao i sistematski rizik na financijskim tržištima, sa vrlo negativnim posljedicama. Što se tiče poslovanja pojedinih poduzeća, korona kriza je pokazala svoju specifičnost u odnosu na prethodno obrađene krize.

Godina 2020. je započela vrlo dobro za investitore jer su mnoga svjetska tržišta kapitala u veljači dostigla najvišu razinu svih vremena. No, već nakon mjesec dana dogodio se strmoglavi pad vrijednosti dionica, dok su sigurnije obveznice ojačale. Poučeni ranijim krizama, vlasti i provoditelji monetarnih i financijskih politika reagirali su, na vrijeme, raznim poticajima na tržištima kapitala, tako da su već krajem godine tržišta ojačala. Prema Godišnjaku Credit Suisse (2021), povećanje broja slučajeva zaraženih Covid-19 virusom dovelo je do jačanja vrijednosti dionica dvaju najjačih proizvođača cjepiva, te se to odrazilo na rast američkog tržišta za 77%. Do kraja 2020. godine američke dionice su porasle za 21% u odnosu na početak godine, dok su obveznice ostvarile povrat od 17%, a volatilnost kapitala je pala na svoj dugogodišnji prosjek.

U korona krizi su se pojavila i velika odstupanja među sektorima i njihovim generiranjima tržišne vrijednosti. Pokazalo se da su visokotehnološke tvrtke (sjevernoameričke i azijske) upravo u vrijeme korona krize postigle najveći rast tržišne kapitalizacije. No, postojao je i veliki jaz unutar pojedine industrije. Primjer toga je „Peloton“, proizvođač sobnih bicikala sa omogućenim pristupom internetu, kojem je porasla vrijednost dionica pet puta, dok su se sve teretane mučile sa izolacijom.

Slika 7 – Variranje tržišne kapitalizacije po pojedinim sektorima industrije



Izvor: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-impact-of-covid-19-on-capital-markets-one-year-in>

Slika 7 prikazuje zaradu tvrtki po pojedinim sektorima u razdoblju godinu dana od početka korona krize (19.02.2020) .

2020. godina na tržištima kapitala naglasila je rastuću brzinu promjena. To sugerira kratak vremenski okvir da poduzeća pripreme svoju tvrtku za poremećaj, što potencijalno zahtijeva ubrzanje bilo koje planirane strategije. Rastuće razlike između pojedinačnih kompanija

naglašavaju stvarnost da, dok svaka kriza proizvodi pobjednike i gubitnike, ekonomski šokovi također stvaraju prilike za one koji hrabro djeluju da jurnu naprijed.

SAD, kao vodeće tržište kapitala, poduzele su izvanredne mjere kako bi poduprle financijska tržišta i uvjerile ulagače da neće dopustiti da se velike korporacije raspadnu. Kongres je također odradio svoj dio „upumpavši“ trilijune dolara u gospodarstvo putem višestrukih zakona o pomoći. Ispada da je davanje novca ljudima dobro i za tržišta. Tehnološke dionice, koje čine značajan dio S&P<sup>8</sup> 500, skočile su. A s tako niskim prinosima na obveznice, ulagači zapravo nisu imali unosnije mjesto za ulaganje novca (Vox, <https://www.vox.com/business-and-finance/22421417/stock-market-pandemic-economy>).

### **3.3. Perspektiva razvoja tržišta kapitala nakon korona krize**

Prema Godišnjaku Credit Suissa (2022) koji prati kretanje financijskih tržišta od 1900. godine, bitna je diverzifikacija portfelja vrijednosnih papira. Dugoročno gledano, dionice su imale najbolje rezultate. Tijekom posljednje 122 godine, globalne dionice dale su godišnji realni povrat u SAD-u od 5,3% u odnosu na 2,0% za obveznice i 0,7% na trezorske zapise. Dionice su nadmašile obveznice, trezorske zapise i inflaciju na svim najjačim tržištima kapitala u svijetu. Od 1900. godine svjetske dionice bile su bolje od trezorskih zapisa za 4,6 postotnih bodova godišnje, a obveznice za 3,2 godišnje.

Procjenjuje se da će premija rizika vlasničkog kapitala, dionica, biti oko 3,5%, malo ispod povijesne brojke od 4,6%. Uz premiju od 3,5%, ulagači u dionice će i dalje očekivati da će udvostručiti svoj novac u odnosu na kratkoročne državne zapise u 20 godina. Što se tiče zastupljenosti na financijskom tržištu, SAD je bilo tržište dionica s najboljim rezultatima i s godišnjim realnim povratom od 6,7%. Njegov udio u globalnim dionicama se učetverostručio na nevjerojatnih 60% (Godišnjak Credit Suissa, 2022). Povijesno gledano, diverzifikacija dionica, zemalja i imovine je uvelike poboljšala odnos povrata i rizika. Ideja diverzifikacije je da smanjuje rizik tako da ulagači mogu zaraditi isti povrat uz manji rizik ili veći povrat za isti rizik. Trenutno okruženje veće volatilnosti i rotacije sektora/faktora potencijalno više obećava aktivnim ulagačima. Ali za stvaranje najboljih rezultata potrebna je istinska vještina i veća izloženost riziku.

---

<sup>8</sup> S&P 500 je burzovni indeks koji prati rezultate dionica 500 velikih kompanija koje kotiraju na burzama SAD-a



Globalizacija je olakšala međunarodno ulaganje. Tijekom posljednjih 50 godina, globalna ulaganja generirala su veće omjere dobiti i rizika od domaćih ulaganja u većini zemalja. Ulagачi s manjih tržišta i tržišta u razvoju imaju više koristi od globalne diverzifikacije od onih s razvijenih tržišta. Ali ulagači na razvijenim tržištima ipak bi trebali kupovati s tržišta u razvoju.

Diverzifikacija između klasa imovine također može smanjiti rizik. Negativna korelacija između dionica i obveznica od kasnih 1990-ih učinila je dionice i obveznice prirodnom zaštitom jednih od drugih. Međutim, ne preporučuje se oslanjanje na nastavak negativnih korelacija između dionica i obveznica.

Progresivna globalizacija financijskog sektora i tržišta kapitala dovodi do još jednog aspekta koji može pomoći u rješavanju kriza, ali i njihovom sprječavanju. Razvojem informacijskih tehnologija u današnje vrijeme došlo se do mnogih inovacija na polju financijskih transakcija, koje omogućava sigurnije i brže trgovanje. Financijska industrija je zaposlenija nego ikad. Sve što se moglo obavljati online i dalje se obavlja online. Gospodarstvo, poduzeća i potrošači ovisili su i trebali su ovu transformaciju kako bi preživjeli. Jedno je sigurno: digitalna transformacija je tu da ostane. Gledajući unaprijed, možemo u potpunosti očekivati da će se ova transformacija nastaviti.

### **3.4. Utjecaj kriza na realni sektor**

Godine koje su prethodile financijskim krizama 1929. i 2007. godine bile su obilježene snažnim globalnim rastom i relativno stabilnom i niskom inflacijom u većini zemalja. Rast je bio potaknut značajnim povećanjem produktivnosti u mnogo zemalja, što je u kombinaciji s daljnjom integracijom zemalja u razvoju u globalna gospodarstva i snažnom ekspanzijom trgovine, omogućilo cijenama da ostanu relativno stabilne dugi niz godina. Ovaj rast, u kombinaciji s lošim nadzorom, završio je generiranjem prekomjernih dugova financijskih institucija, tvrtki i obitelji, što se pokazalo neodrživim. Stalne niske kamatne stope navele su ulagače da traže veće povrate na dionice, nekretnine i robu te financijske instrumente koji povećavaju rizik. Financijski kolaps koji je nakon toga uslijedio vrlo se brzo prelio u realnu ekonomiju. Realna ekonomija ili realni sektor se za razliku od financijskog odnosi na dio gospodarstva neke zemlje koji proizvodi dobra i usluge, te ih plasira na tržište. Nagli pad potražnje koji je slijedio nakon krize 2007, posebno za kapitalno intenzivnim dobrima, brzo se prenio duž globalnog opskrbnog lanca. Unutar Europe, integracija financijskih tržišta i

opskrbnih lanaca još je snažnija nego što je to slučaj na globalnoj razini, pa je kriza zahvatila sve zemlje članice, čak i one koje nisu pokazivale simptome balona tj. one koje su imale stabilne cijene nekretnina. Stoga ne čudi da su sve zemlje članice bile pogođene krizom, čak i one bez mjehura.

Kriza koja pogađa realni sektor započinje padom proizvodnje, a vrlo brzo se očituje u padu BDP-a i padu zaposlenosti. Ilić (2013) naglašava da otvorenost prema inozemnim tokovima kapitala umanjuje štetu koja nastaje zbog zatvaranja radnih mjesta jer se na taj način privreda i dalje nastavlja razvijati, te učinci krize nisu toliko značajni. Da bi se moglo analizirati koliko je kriza pogodila realni sektor, potrebno je usporediti višak rasta prije pucanja mjehura sa gubitkom proizvodnje tijekom krize. To implicira da oporavak neće ovisiti samo o povratku financijskih tržišta u normalu, već i o količini viška kapaciteta koji je nastao tijekom balona. Ukoliko postoji značajan višak kapaciteta u više sektora (stanovanje, trajna potrošnja, itd.), ulaganja bi mogla ostati usporena još neko vrijeme. Isto tako, zemlje koje su prije krize bile više zadužene i imale manji postotak izvoza, teže se i duže oporavljaju od krize, za razliku od razvijenijih zemalja.

„Zemlje u razvoju ostvaruju gospodarski rast i rastom industrijske proizvodnje iz relativno niže osnovice bazirane na domaćim komparativnim prednostima i sirovinskim i energetske bogatstvima. Financijska kriza je ostvarila relativno nepovoljniji utjecaj na razvijene zemlje koje imaju višu zaduženost i manji razvoj unutar svoje grupe nego na zemlje u razvoju. Posljedice financijske krize će još u dužem razdoblju imati negativan učinak na stope rasta zemalja s fiskalnim problemima i rastućom nezaposlenošću“ (Ilić,2013).

### **3.5. Utjecaj financijskih kriza na Hrvatsku**

Kada se govori o globalnim financijskim krizama koje su utjecale na Hrvatsku, ponajviše se govori o novijim vremenima, od 1990. godine nadalje. Kriza koja je u svijetu nastajala 2007., u Hrvatskoj se počela osjećati 2008. godine, ponajprije smanjivanjem gospodarskog rasta, proizvodnje i potrošnje, a na kraju i padom BDP-a. Stopa rasta BDP-a je 2007. godine iznosila 4,9%<sup>9</sup>, već sljedeće godine 1,9%, a 2009. je zabilježen značajan pad od 9,2% i iznosio je -7,3%. U poslijeratnim vremenima, od 1994. nadalje u Hrvatskoj su zabilježene visoke stope ekonomskog rasta, uglavnom zbog oporavka od rata, gdje je došlo do povećane privatne

---

<sup>9</sup> Državni zavod za statistiku: Priopćenje 12.1.4/2021. od 21. listopada 2021. – Godišnji bruto domaći proizvod za razdoblje 1995.-2020.

potrošnje, a ta domaća potražnja je rasla brže nego BDP. Rast je bilježen do 2008. godine, kada su se i u Hrvatskoj počele osjećati posljedice Velike recesije. Prema Benolić, (2012) problem Hrvatske je bila sve veća zaduženost koja je rasla, ali i negativan omjer između domaće štednje i domaćih investicija. Taj omjer bio bi manji i smisleniji ukoliko se zaduživanje iz inozemnih izvora plasiralo na dugoročne investicije, a ne na tekuću potrošnju, kao što je to slučaj sa Hrvatskom. Najbolji primjer za to je hrvatsko investiranje u izgradnju trgovačkih centara, dok se u proizvodne djelatnosti ne ulaže dovoljno, a one bi potaknule veću zaposlenost, konkurentnost domaćeg gospodarstva i smanjilo uvoznu ovisnost što bi evidentno dovelo do zdravijeg nacionalnog gospodarstva.

Još jedan problem koji je imao izrazit učinak na hrvatsko gospodarstvo jesu nepovoljni odnosi tečajeva; slabljenje eura u odnosu na američki dolar i švicarski franak povećavali su hrvatski vanjski dug. Najviše su bila pogođena poduzeća jer su bila visoko zadužena u stranim bankama, no pogođene su bile i poslovne banke (Benolić, 2012). Kako se razvijala kriza, u Hrvatskoj je došlo do pada zaposlenosti i pada BDP-a. „Krizni porez“<sup>10</sup> koji je Hrvatska Vlada uvela kako bi u vrijeme krize prikupila što više sredstava za održavanje cjelokupnog sustava, nije dao željene rezultate. Naime, došlo je do pada potrošnje na kojoj se zasniva domaći gospodarski rast, pada likvidnosti i još većeg pada broja zaposlenih. „Neophodna je provedba radikalnih strukturnih reformi i velikih rezova, težnjom uspostavljanja dugoročno održive fiskalne politike, što uključuje i smanjivanje neracionalno visokog broja gradova i općina“ (Benolić, 2012.)

### **3.6. Zagrebačka burza**

Zagrebačka burza je danas jedino uređeno tržište vrijednosnih papira, no neformalno, Zagrebačka burza postoji od 1907. godine kada je poslovala kao „Sekcija za promet efektima i robom“ i kao takva je poslovala vrlo uspješno. Već tada se trgovalo dionicama, vrijednosnim papirima, valutama i robom. Tijekom oba svjetska rata burza nije poslovala, a 1945. je prestala s radom zbog socijalističkog režima koji je uveden. Novi početak rada burze je krenuo usporedo s osnivanjem Republike Hrvatske 1991. godine pod nazivom „Zagrebačko tržište kapitala“, a već iduće godine se uvrštavaju obveznice i dionice nekoliko hrvatskih poduzeća. 1994. godine uvodi se elektronički sustav trgovanja, a 1995. je predstavljena službena web stranica burze,

---

<sup>10</sup> „Krizni porez“ ili Zakon o posebnom porezu na plaće, mirovine i druge primitke stupio na snagu 01.08.2009.

koja je bila prva u Europi sa svojom službenom internetskom stranicom. Godinama koje slijede, burza je rasla i uvrštavano je sve više vrijednosnih papira domaćih poduzeća, dok se 1.9.1997. počinje po prvi puta računati burzovni indeks CROBEX (Croatian Bourse Indeks). 2002. godine se uvodi i računanje obvezničkog indeksa CROBIS, a 2003. se uvrštavaju na burzu sva izdanja državnih obveznica, te Zagrebačka burza postaje jedino centralno mjesto za trgovanje državnim dugom.

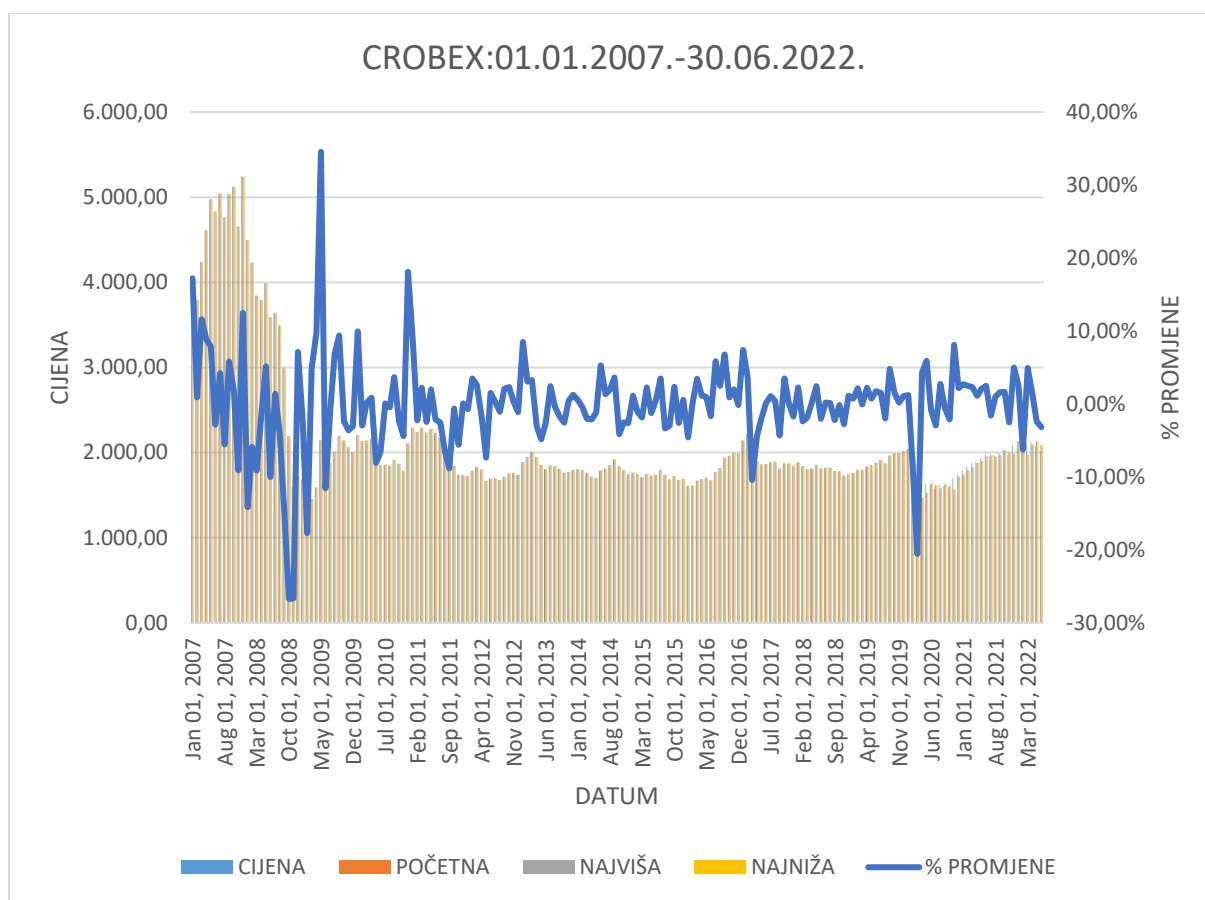
Promet dionicama i ostalim vrijednosnim papirima raste iz godine u godinu, te ujedno raste i Crobex indeks, a vrhunac se dostiže 2007. godine kada je trgovanje bilo rekordno. Već iduće godine osjetio se pad prometa, što je bilo i za očekivati s obzirom na Veliku recesiju u svijetu. Oporavak je slijedio tek 2010. godine kada je zabilježen rast prometa i tržišne kapitalizacije, kao i Crobex indeksa. Nakon te godine burza i dalje napreduje, razvija se sukladno s razvojem novih tehnologija kojima se posluje u svijetu. 2020. godine kada je cijeli svijet već pogođen pandemijom korona virusa, a Hrvatska i sa dva potresa, Zagrebačka burza i dalje posluje normalnim intenzitetom. Kao prilog tome govori i podatak o ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji koji je 2010. godine iznosio preko 187 milijuna kuna, 2019. godine, prije pandemije, iznosio je 263,8 milijuna kuna, 2020. godine 270,9 milijuna kuna, a 2021. godine je čak porastao na 273.9 milijuna kuna<sup>11</sup>.

Danas na Zagrebačkoj burzi kotira oko 150 vrsta vrijednosnih papira, a najviše kotiraju dionice poduzeća s najvećom kapitalizacijom u Hrvatskoj, a to su INA d.d., HT d.d., Zagrebačka banka d.d. i Janaf d.d.

---

<sup>11</sup> Podaci Zagrebačke burze – Godišnja statistika: dostupno na <https://zse.hr/hr/trzisna-kapitalizacija/40>

Grafikon 1 – kretanje CROBEX indeksa u razdoblju od 01.01.2007.-30.06.2022.



Izvor: rad autora završnog rada prema podacima Zagrebačke burze: [https://zse.hr/en/indeks-366/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=index\\_history](https://zse.hr/en/indeks-366/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=index_history)

Na grafikonu 1 prikazano je kretanje Crobex indeksa Zagrebačke burze od vremena prije Velike recesije 2007. godine, pa zaključno s krajem lipnja 2022., kada je već pandemija korona virusa uzela maha na globalnom gospodarstvu. Recesija je 2008. i 2009. godine uvelike umanjila trgovinu na Zagrebačkoj burzi, gotovo za petinu manje u odnosu na godinu ranije, kada je bi zabilježen rekordan promet od kada postoji Zagrebačka burza. Prema povijesnim podacima Zagrebačke burze 2007. se najviše trgovalo dionicama INA-e d.d., Hrvatskog Telekom d.d., Adris grupe d.d., Ericsson Nikola Tesla d.d. i Atlantske plovidbe d.d. koje imaju najveći utjecaj na kretanje Crobex indeksa. Pad ukupnog prometa na burzi bilježi se 2008. i 2009. a oporavak se počinje bilježiti 2010. godine.

Pandemija koja još uvijek traje uzrokovala je velike oscilacije na tržištima kapitala diljem svijeta, te značajan pad burzovnih indeksa i ukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi. Gledajući široku sliku, dok su dionice nekih sektora drastično pale (sirova nafta, nekretnine, ugostiteljstvo i zabava), u drugim se pak sektorima bilježi uspon vrijednosti, kao npr. sektor zdravstva, softvera, hrane i prirodnog plina, te se ta činjenica odražava i na poslovanje burze.

#### **4. Uloga Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetske banke u rješavanju kriza**

Nakon krize 2007. godine provele su se mnoge regulatorne revizije tržišta kapitala s ciljem podupiranja ključnih segmenata tržišta i ispravljanja otkrivenih nepravilnosti. Važnu ulogu u tome imale su Svjetska banka, ali i Međunarodni monetarni fond (MMF) kao organizacija koja promiče globalni gospodarski rast i financijsku stabilnost, te olakšava međunarodnu trgovinu. Kako se kriza širila na više zemalja, tako su se i te zemlje počele tražiti međunarodnu pomoć. MMF je za njih pripremao različite pakete pomoći koji bi omogućili da rastuće gospodarstvo može promijeniti nacionalnu valutu u američke dolare s ciljem smanjenja pritiska na međunarodnom tržištu. Ovi recipročni valutni aranžmani za povećanje likvidnosti bili su dostupni samo skupini vodećih gospodarstava u razvoju, a nazivali su ih aranžmanima za poboljšanje likvidnosti. Usporedo s tim, MMF i Svjetska banka su radili na posebnim programima zaštite zemalja u razvoju koji su isto tako uključivali pakete za brzu pomoć kod smanjene likvidnosti, ulaganje u mrežu socijalne skrbi, infrastrukturu, malo i srednje poduzetništvo s ciljem otvaranja radnih mjesta i izbjegavanja društvenih i političkih poremećaja. (IMF, <https://imf.org/2022/06/29/capital-markets-regulation-is-stronger-but-some-gaps-still-must-be-closed/>)

Kako bi se što bolje procijenio napredak u reformama regulacije tržišta te utvrdilo koja su daljnja poboljšanja potrebna, bila su nužna stalna praćenja rizika, ranjivosti i sigurnosne mreže za upravljanje svim potencijalnim neuspjesima velikih tvrtki. Također se promatrala otpornost subjekata koji su funkcionirali kao kupci svakom prodavatelju i prodavač svakom kupcu kako bi se jamčilo izvršenje otvorenih obveza. Pregledi su također ispitali ranjivost u upravljanju imovinom poput fondova tržišta novca i obvezničkih fondova te jesu li mjesta trgovanja izvan tradicionalnih burzi adekvatno regulirana. Mjesta trgovanja tada su bila u središtu kibernetičke sigurnosti, budući da su nadzorna tijela i sudionici na tržištu imala za cilj povećati svoju tehnološku i operativnu otpornost kako bi potencijalne poremećaje na tržištu sveli na minimum (IMF: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/collins.htm>).

Drugi prioritet za regulatore bilo je jačanje financijskih sigurnosnih mreža i aranžmana za upravljanje krizama, dok je treći jačanje sposobnosti ranog upozoravanja, na primjer, kroz poboljšane alate i kapacitete za testiranje stresa. Razvoj sustava ranog upozoravanja koji se temelji na pojačanom nadzoru MMF-a smatra se temeljem za redizajniranje međunarodne financijske strukture. To je dovelo do stvaranja Odjela međunarodnog tržišta kapitala u sklopu MMF-a, usvajanja standarda i zakona u nekoliko područja, stvaranja kreditnih linija s brzim pristupom i iznosima dovoljno velikim za kontrolu s efektima šoka, te poboljšanju međunarodnog nadzora.

Nedostaci u napretku regulacije financijskog sektora postojali su još godinama nakon krize jer se redovito nailazilo na nove izazove. Reforme nakon krize implicirale su značajno proširenje regulatornog opsega i povećale očekivanja od nadzora potrebnog za procjenu i ublažavanje rizika. Izazovi u nastajanju poput nove tržišne tehnologije i širenja regulatornog opsega omogućuju regulatorima da imaju širi raspon specijalističke stručnosti i da osiguraju da njihove nadzorne tehnike i tehnologija drže korak.

U cilju ojačavanja svoje kooperativne prirode i poboljšanja sposobnosti da služi svojim članovima, MMF je proveo reforme, a neke od najvažnijih su:

- MMF sve više postaje otvorena i transparentna organizacija, što pokazuje ogromna količina informacija koja je dostupna na njihovoj internet stranici. Također potiče transparentnost među svojim članstvom.
- Poduzima mjere za jačanje gospodarskog upravljanja. Na primjer, promiče korištenje standarda i kodeksa kao sredstava za dobro ekonomsko i financijsko upravljanje i korporativno upravljanje.
- Radi na očuvanju stabilnosti i integriteta međunarodnog financijskog sustava kao globalnog javnog dobra. Konkretno, zajednički program MMF-a i Svjetske banke za procjenu financijskog sektora (FSAP) u središtu je napora za jačanje financijskih sektora i borbu protiv pranja novca u zemljama članicama.
- Potiče istinsko nacionalno vlasništvo nad reformama pojednostavljuvanjem uvjeta povezanih s programima koje podupire MMF. Dok je uvjetovanje i dalje bitno, zemlje moraju same preuzeti odgovornost za provedbu potrebnih reformi.
- Na kraju, MMF je institucija spremna slušati i učiti, i to ne samo od svojih članica. Prepoznaje i vrednuje ulogu organizacija civilnog društva u artikuliranju

moralnih temelja za kolektivnu akciju i izgradnji podrške na lokalnom nivou (IMF: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2002/031502.htm>).

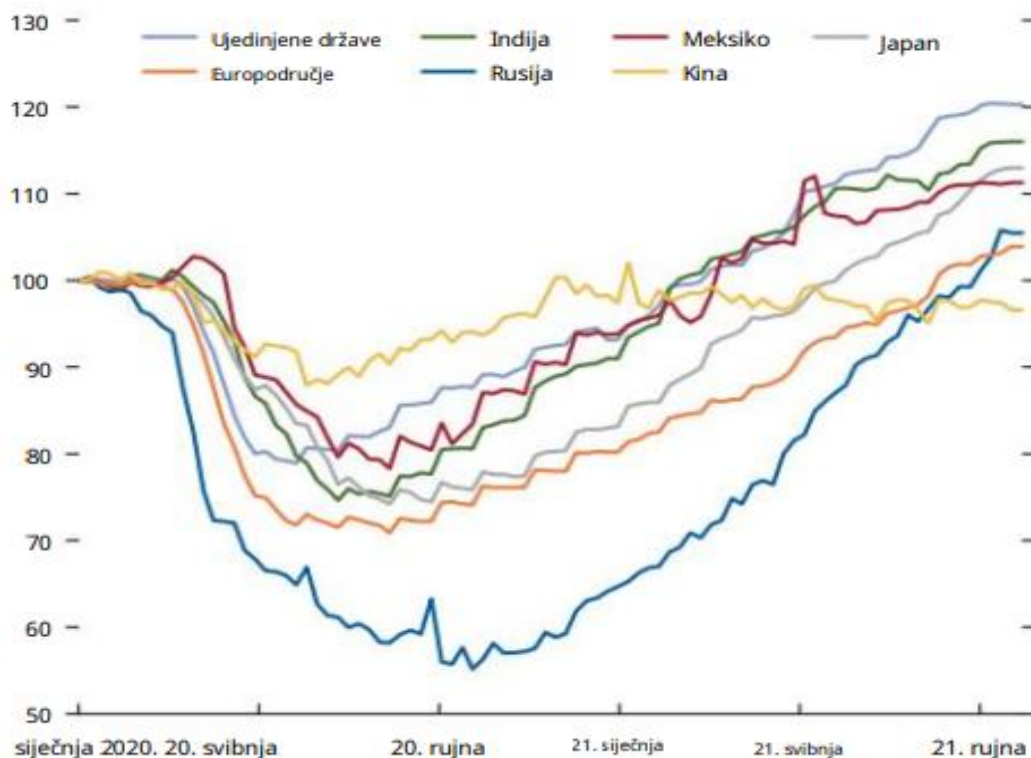
#### **4.1. MMF – godišnje izvješće o financijskoj stabilnosti iz 2021. godine**

Još uvijek aktualna globalna pandemija zadaje brige investitorima diljem svijeta, no smatra se da su u 2021. godini rizici financijske stabilnosti obuzdani, te se nazire oporavak globalnog gospodarstva, a sve to uz potporu monetarne i fiskalne politike. No, zabrinutost je i dalje sveprisutna. Prema Izvješću MMF-a (2021) postoje neki znakovi upozorenja, kao što je na primjer povećano preuzimanje financijskog rizika i sve veća krhkost u sektoru nebankarskih financijskih institucija, a ukazuju na pogoršanje temelja financijske stabilnosti. Ako se ne kontroliraju, te se ranjivosti mogu razviti u probleme strukturnog nasljeđa, dovodeći u opasnost srednjoročni rast i testirajući otpornost globalnog financijskog sustava.

Preporuka MMF-a za održavanje stabilnosti financijskog sustava kaže da dok je potpora politike i dalje ključna za održavanje tekućeg oporavka, trebalo bi ga prilagoditi okolnostima u zemlji s obzirom na mješoviti tempo gospodarskog oporavka u pojedinim zemljama. Središnje banke trebale bi dati jasne smjernice o svojim budućim političkim stavovima kako bi spriječile naglo pooštavanje financijskih uvjeta. Ako se cjenovni pritisci pokažu postojanijim nego što se trenutačno očekuje, monetarne vlasti trebale bi odlučno djelovati kako bi spriječile pad inflatornih očekivanja. Fiskalna politika trebala bi nastaviti podržavati ranjive tvrtke i pojedince. S obzirom na politički prostor, fiskalne mjere trebale bi biti ciljane i prilagođene karakteristikama i potrebama zemlje. U svjetlu moguće potrebe za produženom potporom politike kako bi se osigurao održiv i uključiv oporavak, kreatori politike trebali bi odlučno djelovati kako bi se pozabavili potencijalnim neželjenim posljedicama mjera bez presedana poduzetih tijekom pandemije (IMF, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>).



Slika 8 – Globalni omjer zarade po dionici za 12 mjeseci (indeksi; siječanj 2020. = 100)



Izvor: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>

Slika 8 prikazuje omjer zarade po dionici za 7 najjačih svjetskih ekonomija (SAD, Eurozona, Indija, Rusija, Meksiko, Kina i Japan) od početka pandemije. Vidljiv je znatan pad od ožujka do rujna 2020. kada krivulja polako ide prema gore i to sve zahvaljujući ciljanoj fiskalnoj politici i potpori monetarne politike. Prihodi su porasli, a profitabilnost je premašila razine prije pandemije u većini gospodarstava.

#### 4.2. Program procjene financijskog sektora (FSAP)

Program procjene financijskog sektora (FSAP) uspostavljen 1999. godine, sveobuhvatna je i detaljna procjena financijskog sektora zemlje. FSAP u naprednim gospodarstvima provodi MMF s fokusom na procjenu otpornosti financijskog sektora, kvalitetu regulatornog i nadzornog okvira te sposobnost upravljanja i rješavanja financijskih kriza. U tržišnim gospodarstvima u razvoju i tržištima u nastajanju, FSAP-ovi se provode zajedno sa Svjetskom

bankom. Ovi FSAP-ovi također uključuju procjenu financijskog razvoja, što je odgovornost Svjetske banke. Na temelju svojih nalaza, FSAP-ovi daju preporuke mikro- i makrobonitetne prirode i o razvojnim potrebama u tržišnim gospodarstvima u razvoju i tržišnim gospodarstvima u nastajanju, prilagođene okolnostima u pojedinim zemljama. (IMF, <https://www.imf.org/en/Publications/fssa>). Program spaja stručnost Banke i Fonda kako bi pomogao zemljama da smanje vjerojatnost i ozbiljnost kriza financijskog sektora. FSAP pruža sveobuhvatan okvir kroz koji procjenitelji i vlasti u zemljama sudionicama mogu identificirati ranjivosti financijskog sustava i razviti odgovarajuće političke odgovore.

Program također predstavlja zajednički međunarodni napor. Osoblje koje provodi procjene dolazi iz Svjetske banke i Međunarodnog monetarnog fonda, kao i više od 50 službenih institucija, središnjih banaka i nadzornih agencija iz cijelog svijeta. Međunarodna tijela odgovorna za razvoj relevantnih standarda financijskog sektora također blisko surađuju s osobljem Fonda i Banke u provedbi ovog programa.

Prema MMF-u, FSAP slijedi trostruki pristup kada se promatra financijski sektor zemlje:

- Zdravlje financijskog sustava u odnosu na njegove ranjivosti i rizike koji povećavaju vjerojatnost ili potencijalnu ozbiljnost kriza financijskog sektora.
- Razvojne potrebe zemlje u smislu infrastrukture, institucija i tržišta.
- Usklađenost zemlje s poštivanjem odabranih standarda i kodeksa financijskog sektora.

Program se provodi za svaku državu zasebno pritom uzimajući u obzir značajke pojedine zemlje, te se tome prilagođava analiza.

### **4.3. FSAP za Hrvatsku**

Međunarodni monetarni fond je još 2008. godine izvršio procjenu stabilnosti financijskog sustava za Republiku Hrvatsku, kada je utvrdio da se od 2002. godine, kada je rađena prethodna procjena, financijski sustav napredovao, otporan je, ali i dalje ranjiv. Prema tom izvješću (IMF: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Republic-of-Croatia-Financial%20System-Stability-Assessment-Update-21973>) Vlasti su bile proaktivne u rješavanju makroekonomskih i financijskih ranjivosti povezanih s brzim kreditnim rastom, te su također poduzele mjere opreza pri planiranju nepredviđenih situacija s nadzornim tijelima stranih banaka u kombinaciji s naporima da se poveća svijest o riziku i ojača koordinacija

matične banke. Hrvatska narodna banka (HNB) uspostavila je učinkovit okvir za nadzor banaka u vidu obuzdavanja rasta kredita i inozemnog duga. Procjena je odražavala pravni i regulatorni okvir zajedno s praksama hrvatskih vlasti u nadzoru banaka. Rezultat toga je napredak u ispunjavanju najboljih međunarodnih praksi, nadziranju rizika i pravovremenom reagiranju na eventualne slabosti banaka. Područje na koje treba obratiti posebnu pažnju je nedostatak jasnoće nadzora bankarskih grupa koje obavljaju nebankarske operacije, kako bi se osiguralo da se rizici identificiraju i sustavno nadziru. Također, pojačana je koordinacija između HNB-a i HANFA-e u cilju razgraničenja njihovih uloga u nadzoru bankarskog sustava, kao i međusobnog komuniciranja.

S obzirom na nisku likvidnost tržišta u Hrvatskoj, postoji zabrinutost zbog visoke i rastuće tržišne procjene kapitala, te je potrebno regulirati nadzor burze i depozitorija vrijednosnih papira, kao i poboljšati bonitetnu regulaciju brokera.

Što se tiče utjecaja Velike recesije na Hrvatsku, MMF je ustvrdio da je Hrvatska relativno malo oštećena turbulencijama na globalnom financijskom tržištu, no uočena su neka prelijevanja. Hrvatska nije izravno izložena kretanjima na tržištu drugorazrednih kredita, ali strane banke nisu bile spremne financirati hrvatske podružnice, s obzirom da su imale problema u matičnim zemljama. To oslanjanje na inozemno financiranje povećava rizik od zaraze, kao što je u slučaju Hrvatske bilo na oslanjanje najviše na talijanske, austrijske, francuske i njemačke banke koje su zbog poslovanja na međunarodnoj razini bile zaražene Velikom recesijom.

Prema FSAP izvješću MMF-a (2008), Hrvatska tržišta kapitala su u razdoblju od 2002. do 2008. godine doživjela vrlo brzi rast, no nedostaje im dubine i likvidnosti. Omjer prometa u odnosu na kapitalizaciju se ukupno smanjivao od 2001. do 2007. godine, te je tada iznosio 8,1% kapitalizacije, jedan od najnižih u regiji. Dionice su bile ključni pokretač brzog rasta tržišta kapitala, no postojanje određenog broja dionica poduzeća kojima se trgovalo s vrlo niskim slobodnim opticajem<sup>12</sup> (engl. „free float“) pridonosilo je niskoj likvidnosti tržišta i mogućnosti da velike narudžbe generiraju značajnu volatilnost cijena. Ograničena ponuda vrijednosnih papira u kombinaciji s povećanom potražnjom aktivirala je pritisak na cijene, iako su cijene značajno korigirane 2008. Povoljna fiskalna politika koja se primjenjuje na dionice također je pridonijela popularnosti tržišta.

---

<sup>12</sup> Slobodni opticaj dionica označava procijenjenu količinu dionica koje nisu lako i slobodno dostupne za preprodaju (IMF: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>)

Preporuka MMF-a za daljnje produblјivanje trţišta kapitala je provedba javnog objavljivanja podataka, jaćanje prava dionićara revidiranjem odredbi Zakona o trgovaćkim društima koje reguliraju sukob interesa, pojaćani nadzor i analiza trţišta, poboljšanje integriteta trţišta, te povećana prodaja i privatizacija dionica javnih poduzeća koja bi mogla povećati likvidnost trţišta (IMF: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Republic-of-Croatia-Financial-System-Stability-Assessment-Update-21973>).

## 5. Zaključak

Financijske krize koje su se događale u prošlom stoljeću i početkom ovog razlikuju se ponajviše u tome što se nekada radilo na rješavanju posljedica koje je kriza uzrokovala, a u novije vrijeme na prevenciji eventualnih kriza. Općenito, tržišta su propadala zbog lošeg korporativnog upravljanja, slabih ili nikakvih kontrola i nadzora, te nedostatka transparentnosti u postupcima trgovanja na financijskim tržištima. U novije doba se nameće imperativ sprečavanja nastanka globalne krize. Danas su ekonomska i društvena opterećenja u suvremenom međunarodnom monetarnom sustavu relativno veća u usporedbi sa prijašnjim, ponajviše zbog rasta financijske povezanosti i globalizacije, te se ta potreba pokazala kao jedini logičan potez. Ta nova orijentacija čini nužnim uspostaviti novi strukturni radni okvir koji će omogućiti ekonomistima i međunarodnim financijskim institucijama da učinkovitije kontroliraju globalni monetarni sustav, a radi održavanja koncepta samoodrživosti i stabilnost. U skladu s tim međunarodne financijske institucije trebaju biti uvijek spremne unaprijed definirati čimbenike rizika kako na regionalnoj, tako i na globalnoj razini, te poraditi na transparentnosti cjelokupnog financijskog sustava, kako bi se postepeno vratilo povjerenje investitora.

Republika Hrvatska, kao mlada država, nije sudjelovala u prvoj Velikoj depresiji, no recesiju je itekako osjetila. Gospodarstvo se tek oporavljalo od ratnih razaranja i nije uspjelo dostići „normalnu“ razinu ekonomskog napretka prije krize 2008. Postojao je trend rasta glavnih ekonomskih pokazatelja, no kriza ga je zaustavila. Tržište kapitala u Hrvatskoj osjetilo je krizu 2008. i bilježilo je znatan pad trgovanja na Zagrebačkoj burzi, dok je pandemije korona virusa, koja još traje u vrijeme pisanja ovog rada, uzrokovala samo blaži i kratkotrajni pad trgovanja.

Globalni financijski sustav podnio je pandemiju prilično dobro, što je naglasilo važnost globalne suradnje. Monetarne i fiskalne reforme koje su bile pokrenute nakon krize 2007. bile su ključne za jačanje našeg globalnog financijskog sustava, te su infrastrukture banaka i financijskih tržišta bile otpornije posljednjih godina i bolje su apsorbirale, a ne pojačavale različite makroekonomske šokove, uključujući početak pandemije korona virusa. Svi novi izazovi koji se mogu pojaviti zahtijevat će i zajednički međunarodni odgovor i veću razinu odgovornosti svih sudionika na financijskim tržištima.

## Literatura:

1. Bach, S., i Kardum, Ž. (2014). 'POUKE VELIKOG SLOMA 1929. I GLOBALNE KRIZE 2007.', *Praktični menadžment*, 5(1), str. 108-112.
2. Benolić M. (2012) „Svjetska ekonomska kriza: razvoj, utjecaj na Republiku Hrvatsku...“, *Pravnik*, 46, 1 (92) str. 119-137
3. Felton, A. i Reinhart C. (2008) Prva financijska kriza 21. stoljeća, Zagreb, Novum d.o.o. (VoxEU.org Publication)
4. Galbraith J. Kenneth (2010) Veliki slom 1929. – Kako nastaju velike svjetske krize, Zagreb, Stručno popularna (VBZ)
5. Gavranović, A. (2020) 'SVIJET (NI)JE NAUČIO LEKCIJU IZ FINACIJSKE KRIZE', *Media, culture and public relations*, 11(1), str. 5-24.  
<https://doi.org/10.32914/mcpr.11.1.1> (Datum pristupa: 08.08.2022.)
6. Godišnjak Credit Suisse Global investment returns yearbook 2021, 2022:  
<https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2022-202202.html> (Datum pristupa: 09.08.2022.)
7. Ilić, M. (2013). 'Razvoj globalne financijske krize i utjecaj na promjene u financijskom sustavu i gospodarstvu', *Oeconomica Jadertina*, 3(1), str. 88-103
8. Jurčić, Lj., i Teodorović, I. (2011). 'GLOBALNA KRIZA, OPORAVAK I SVIJET KOJI SE MIJENJA', *Ekonomski pregled*, 62(5-6), str. 233-247. Preuzeto sa:
9. Katavić, I., Šimunić Rod, V., i Konjevod, B. (2020). 'Poslovni modeli nakon Covid-19: postati bolji i uspješniji', *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E*, 10(2), str. 126-138.
10. Mlikotić, S. (2010). 'Globalna financijska kriza - uzroci, tijek i posljedice', *Pravnik*, 44(89), str. 83-94.
11. Peterson K.Ozili (2021) Global energy crisis: impact on the global economy, Researchgate, Preuzeto sa:  
[https://www.researchgate.net/publication/355020759\\_Global\\_energy\\_crisis\\_impact\\_on\\_the\\_global\\_economy](https://www.researchgate.net/publication/355020759_Global_energy_crisis_impact_on_the_global_economy) (Datum pristupa: 15.08.2022.)

12. Šonje, V., Kotarski, K. (2020) Koronaekonomika – pet jahača apokalipse, Zagreb, Arhivanalitika d.o.o.

13. Zhao, L., Rasoulinezhad, E., Sarker, T. i sur. „Učinci COVID-19 na globalna financijska tržišta: dokazi iz kvalitativnih istraživanja za razvijena gospodarstva i gospodarstva u razvoju“. Eur J Dev Res (2022). <https://doi.org/10.1057/s41287-021-00494-x> (Datum pristupa: 11.08.2022.)

### **Internetski izvori:**

1. Ccmarketmodel - <https://www.ccmmarketmodel.com/19291932-bear-market> [pristupljeno 29.07.2022.]
2. Državni zavod za statistiku - <https://podaci.dzs.hr/hr/> [pristupljeno 24.08.2022.]
3. Equiti - <https://www1.equiti.com/newsroom/articles/2021/sep/higher-global-energy-prices-and-the-impact-on-stock-markets> [pristupljeno 17.08.2022.]
4. Euronext - <https://www.euronext.com/en> [pristupljeno 25.08.2022.]
5. Europska centralna banka - <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1483.pdf> [pristupljeno 25.08.2022.]
6. Europska komisija - [https://ec.europa.eu/info/index\\_hr](https://ec.europa.eu/info/index_hr) [pristupljeno 25.08.2022.]
7. Federal reserve history - <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929> [pristupljeno 29.07.2022.]
8. History - <https://www.history.com/topics/great-depression/1929-stock-market-crash> [pristupljeno 29.07.2022.]
9. Hrvatska enciklopedija - <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=17360> [pristupljeno 28.07.2022.]
10. IMF - <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance> [pristupljeno 18.08.2022.]
11. Investopedija - <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp> [pristupljeno 21.08.2022.]

12. Vox - <https://www.vox.com/business-and-finance/22421417/stock-market-pandemic-economy> [pristupljeno 22.08.2022.]

13. Zagrebačka burza - <https://zse.hr/> [pristupljeno 24.08.2022.]

### **Popis slika**

Slika 1 - <https://www.cmmarketmodel.com/19291932-bear-market> [pristupljeno 29.07.2022.]

Slika 2 - <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929> [pristupljeno 29.07.2022.]

Slika 3 - <https://seekingalpha.com/article/1274191-etf-chart-of-the-day-dow-jones-industrial-average> [pristupljeno 08.08.2022.]

Slika 4 - [http://publications.europa.eu/resource/cellar/53f2ea1d-8cf6-11e5-b8b7-01aa75ed71a1.0014.01/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/cellar/53f2ea1d-8cf6-11e5-b8b7-01aa75ed71a1.0014.01/DOC_1) [pristupljeno 25.08.2022.]

Slika 5 - <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart> [pristupljeno 08.08.2022.]

Slika 6 - <https://www.blackrock.com/blk-one-assets/cache-1638116668000/images/media-bin/web/global/charts/Fig3-chart-not-the-1970s-again.webp> [pristupljeno 10.08.2022.]

Slika 7 - <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-impact-of-covid-19-on-capital-markets-one-year-in> [pristupljeno 11.08.2022.]

Slika 8 - <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021> [pristupljeno 19.08.2022.]

### **Popis grafikona**

Grafikon 1: CROBEX indeks u razdoblju od 01.01.2007.-31.12.2021. prema podacima Zagrebačke burze: [https://zse.hr/en/indeks-366/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=index\\_history](https://zse.hr/en/indeks-366/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=index_history)



IZJAVA O AUTORSTVU  
I  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, DAVORKA JAMBREUS (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom UTJECAJ GLOBALNIH KRIZA NA PERFORMANJE TRŽIŠTA (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:

(upisati ime i prezime)

DAVORKA JAMBREUS

(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, DAVORKA JAMBREUS (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom UTJECAJ GLOBALNIH KRIZA NA PERFORMANJE TRŽIŠTA KAPITALA (upisati naslov) čiji sam autor/ica.

Student/ica:

(upisati ime i prezime)

DAVORKA JAMBREUS

(vlastoručni potpis)