



IILAB WORKING PAPER SERIES

IILAB WPS

IILAB SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN

UDC

No. 01-06

Ivan Bošković

**Koncept povjerenja u financijskom
sustavu**



Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet

Ivan Bošković

Koncept povjerenja u financijskom sustavu

Ivan Bošković

Stavovi izraženi u ovom radnom dokumentu su stavovi autora i ne predstavljaju nužno stav Institutional investors LAB-a niti Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Rad nije prošao službenu recenziju ili odobrenje. Rad se objavljuje kako bi se iznijeli komentari na istraživanje u tijeku prije nego što se u konačnom obliku objavi u akademskom časopisu ili negdje drugdje.

Copyright by Ivan Bošković

Sva prava pridržana.

Dijelovi teksta mogu se citirati pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

SAŽETAK

Povjerenje predstavlja jedan od najvažnijih čimbenika uspješnih društvenih odnosa, a bez kojega bi funkcioniranje društvenih aktivnosti bilo otežano. Važnost povjerenja najviše dolazi do izražaja u trenucima kada je isto narušeno, a to posebno vrijedi za financijski sustav zbog njegove specifičnosti. Financijski sustav predstavlja jedan od najstrože reguliranih sustava unutar svakog gospodarstva. Stoga je važno ukazati na potrebu održavanja visoke razine povjerenja unutar financijskog sustava u trenucima kada je to potrebno, ali i prikazati kakav je utjecaj pada povjerenja koji je posljedica različitih kriza unutar gospodarstva. Povjerenje unutar financijskog sustava dijeli se na povjerenje u financijski sustav, financijske institucije i osobe koje su zaposlene unutar financijskog sustava. Stabilnost financijskog sustava i neometano funkcioniranje istoga, predstavljaju preduvjete za održavanje visoke razine povjerenja. Jedan od ključnih faktora održavanja stabilnosti unutar financijskog sustava su zaštitni mehanizmi, koji stanovništvu daju dodatan poticaj za povjerenje u financijski sustav. Nadzorne aktivnosti financijskih institucija i kvalitetna financijska edukacija uz potporu zaštite potrošača pomažu u osnaživanju povjerenja unutar financijskog sustava i postizanje visoke razine istoga. Kriza unutar gospodarstva predstavlja jedan od najvećih izazova za održavanje povjerenja, a razlog tome je postojanje nepovjerenja koje proizlazi iz nesigurnosti o budućim događajima unutar gospodarstva. Zbog trenutne pandemije koronavirusa, narušeni su svi aspekti društvenog i ekonomskog života te povjerenje unutar financijskog sustava. Oporavak zemalja ovisiti će o aktivnostima, koje poduzimaju nositelji politike i nadzorne institucije u cilju rješavanja ove krize.

Ključne riječi

povjerenje, financijski sustav, kriza, pandemija koronavirusa

1. UVOD

Financijski sustav predstavlja najstrože reguliran sektor svakoga gospodarstva, a njegova razvijenost determinirana je kvalitetom i brojnošću financijskih posrednika te sudionika koji djeluju na financijskim tržištima (Stojanović, et al., 2014). Financijski sustavi koje karakterizira dominacija banaka nazivaju se bankocentričnim financijskim sustavima i oni su karakteristični za zemlje Europe te Japan. U tržišnocentričnim financijskim sustavima izražena je dominacija nebankovnih financijskih institucija i financiranje putem instrumenata tržišta kapitala, ovi financijski sustavi su karakteristični za SAD i Ujedinjeno Kraljevstvo.

Financijski sustavi bez obzira na vrstu suočeni su s pojavom moralnog hazarda i asimetričnosti informacija koje smanjuju povjerenje sudionika financijskih sustava. Pretjerano preuzimanje rizika od strane financijskih institucija, ali i skrivanje informacija od strane potrošača dovode do pojave moralnoga hazarda koji može prouzrokovati veće troškove u budućnosti. Također, financijske institucije često posjeduju veća znanja od svojih korisnika i zbog toga im mogu nuditi proizvode koji im zapravo nisu potrebni. Stoga je potrebno da financijski sustav djeluje u cilju rješavanja prethodno navedenih negativnih pojava, kako bi mogao funkcionirati u najboljem interesu svih sudionika. Osim prethodno navedenih izazova, financijski sustavi su suočeni i s brojnim izazovima koji su posljedica razvoja tehnologije koja svakodnevno transformira financijski sektor. Digitalizacija financijske industrije dovela je do problema s računalnim kriminalom (eng. *cybercrime*) zbog napada na baze podataka financijskih institucija. Velike baze podataka zbog svoje veličine mogu predstavljati izazov za pronalazak korisnih informacija, ali stalni napredak u razvoju analize podataka pomaže u rješavanju ovoga izazova. Tehnologija je unaprijedila i olakšala korištenje financijskih usluga, ali zbog specifičnosti financijskog sustava potrebno je voditi posebnu brigu o načinu korištenja tehnologije prilikom kreiranja usluga. Također, snažnija je konkurencija unutar financijskog sektora jer sve više poduzeća pruža neki oblik financijskih usluga i tako oduzima dio „kolača“ tradicionalnim financijskim institucijama. Zbog toga je potrebno stalno ulagati u unapređivanje vlastitog poslovanja i edukaciju zaposlenika, kako bi se moglo djelovati u skladu s trenutnim trendovima, unutar financijske industrije, koje zahtijevaju potrošači.

Povjerenje igra važnu ulogu u funkcioniranju financijskih tržišta jer bez postojanosti povjerenja, ona ne bi mogla kvalitetno ispunjavati svrhu zbog koje postoje. Vrijednost povjerenja u financijskim transakcijama najviše se očituje u situacijama gdje postoji kršenje datog povjerenja od strane financijskih institucija, koje upravljaju tuđim financijskim

sredstvima. Iz toga razloga potrebno je detaljnije proučiti koncept povjerenja u financijskom sustavu, kako bi se ukazalo na važnost održavanja i postizanja visoke razine povjerenja.

Razvijenost financijskog sustava ovisi i o stupnju razvoja zemlje unutar koje se financijski sustav nalazi i zbog toga pojedini financijski sustavi uživaju više razine povjerenja od drugih. Stoga je potrebno analizirati povjerenje unutar različitih zemalja kako bi se shvatilo što određuje razinu povjerenja u različitim financijskim sustavima, odnosno kako povjerenje reagira na poremećaje i šokove koji su prouzrokovali krizu. Aktualnost ove teme najviše dolazi do izražaja u trenutcima kada unutar gospodarskog sustava postoji kriza ili kada se analiziraju posljedice koje su dovele do krize (analiza nakon same krize). Trenutno se velika većina gospodarstava svijeta nalazi u krizi ili osjeća posljedice krize prouzrokovane pandemijom koronavirusa. Stoga je potrebno prikazati utjecaj pandemije na povjerenje unutar financijskih sustava, kako bi se mogli donijeti zaključci koji će pomoći u vraćanju izgubljenog povjerenja.

Cilj ovoga članka je pružiti analizu koncepta povjerenja u financijskom sustavu izabranih zemalja, a među njima i Hrvatske, kroz prikaz teorijskog okvira i utjecaja kojega ima povjerenje na financijski sustav u razdobljima krize. Na temelju analize i uvida u važnost povjerenja u pravilnom funkcioniranju financijskog sustava, iznijeti zaključke i moguće prijedloge koji će pomoći u održavanju visoke razine povjerenja.

2. PREGLED LITERATURE I POJMOVNO ODREĐENJE POVJERENJA

Povjerenje je važno u svakodnevnom životu, zbog toga što pojedinci moraju vjerovati drugoj strani da će ona postupiti onako kako oni očekuju. Filozofkinja Annette Baier u svome radu *Trust and Antitrust* (1986) usporedila je povjerenje s čistim zrakom i tako ukazala na njegovu važnost. Živimo u okruženju ispunjenom povjerenjem na isti način kao što živimo u okruženju s čistim zrakom, a tek kada nam postane teško disati primjećujemo da udišemo zrak. Isto vrijedi i za povjerenje, kojega postajemo svjesni tek kada ga nema ili je pod pritiskom. Prema društvenim psiholozima povjerenje je osjećaj dobre volje prema drugima, što je važno u raznim situacijama uključujući i suradnju (Jones i George, 1998). S druge strane sociolozi i politolozi smatraju povjerenje osnovom za socijalni kapital (de Jager, 2017).

Neki autori smatraju kako povjerenje postoji samo u situacijama gdje postoji mogućnost da će doći do izdaje, odnosno da osoba neće opravdati dato povjerenje (Ben-Ner i Putterman, 2001; de Jager, 2017). Zbog toga je važno ukazati na potrebu više razine povjerenja u situacijama gdje postoji više neizvjesnosti. Također, važno je napomenuti da više razine povjerenja ne

dovode do smanjenja neizvjesnosti već do veće prihvaćenosti iste. Povjerenje podrazumijeva neki rizik ili nesigurnost, zbog toga što nikada ne možemo biti sigurni u ponašanje druge osobe. Zbog postojanosti rizika izdaje, važno je postaviti pitanje *zašto ljudi imaju povjerenje u druge osobe?* Ovdje dolazi do izražaja vrijednost povjerenja, a Bart Nooteboom (2006) dijeli vrijednost povjerenja na vanjsku i unutarnju vrijednost. Unutarnja vrijednost kaže da povjerenje može poboljšati kvalitetu života, tome u prilog govori istraživanje *Trust and well-being* Johna F. Helliwella i Shuna Wanga (2010) koje kaže da osobe koje žive u pouzdanom okruženju imaju veći osjećaj blagostanja. Vanjska vrijednost povjerenja očituje se u tome što ono pomaže u ostvarenju društvenih i ekonomskih ciljeva, npr. osoba putem različitih financijskih proizvoda može riješiti svoje stambeno pitanje (Nooteboom, 2006).

Povjerenje unutar ekonomskih aktivnosti u svome radu prepoznao je nobelovac Kenneth Arrow u svome radu *Gifts and Exchanges* (1972) ukazavši na to da je svaka komercijalna transakcija sama po sebi element povjerenja i da je većina ekonomskih zaostalosti u svijetu rezultat nedostatka međusobnog povjerenja. Roman Tomasic i Florian Akinbami u svom radu *The Role of Trust in Maintaining the Resilience of Financial Markets* (2011) definiraju povjerenje na financijskim tržištima kao *vjeru ili povjerenje u odanost, snagu, istinitost osobe ili stvari bez provjeravanja*. Povezanost između vjere i pouzdanosti važna je za financijska tržišta, zbog toga što često u slučaju pada pouzdanosti na financijskim tržištima dolazi i do pada razine povjerenja. Dobar pokazatelj ovoga su juriši na banke, uslijed nedostatka povjerenja od strane njenih štediša, jer isti uvijek označavaju probleme u pouzdanost vlastite banke ako je ona suočena s određenim problemima u svome poslovanju (Tomasic i Akinbami, 2011).

Povjerenje se može podijeliti na nekoliko dimenzija, najčešće se dijeli na kognitivno i afektivno (emocionalno) povjerenje (Devlin, et al., 2015). Kognitivno povjerenje proizlazi iz racionalnih odluka unutar ekonomije, a ono kaže da će sudionik kojemu je dano povjerenje biti pouzdan i pošten u onome što radi, odnosno da će moći isporučiti svoja obećanja. Afektivno (emocionalno) povjerenje se smatra složenijim i s puno više razina, te naglašava važnost brige o najboljim interesima povjerenika (osobe koja pruža povjerenje drugoj strani). Odnosi se na dobru volju i emocionalnu povezanost koji su pokretači povjerenja. Ronald Colombo u svom radu *The Role of Trust in Financial Regulation* (2010) ističe kako je emocionalno povjerenje izrazito kvalitetnije od kognitivnog povjerenja. Ono se temelji na većoj suradnji i žrtvama, a s njim se bolje rješavaju problemi sa dugoročnošću i razočarenjima. Kognitivno povjerenje se smatra umjetnim zbog toga što se ona može „kupiti“ ugovorima, nadzorom i regulacijom.

Kate Rinehart u svome članku *Banking on trust: Building trust to drive usage of financial services* (2017) ističe dva izvora povjerenja, prošla iskustva i reputaciju. Prošla iskustva predstavljaju najvrjedniji izvor informacija kada je u pitanju povjerenje. Pozitivna iskustva služe u izgradnji povjerenja između osobe i pružatelja financijskih usluga, a negativna iskustva mogu umanjiti povjerenje. Reputacija utječe na način kako je organizacija percipirana od strane potrošača, što u konačnici utječe na povjerenje. Kate Reinehart je u svome radu (Rinehart, 2017) identificirala tri kanala koja utječu na reputaciju: „Word of mouth“ (potrošači pridodaju vrijednost iskustvima drugih, ovaj oblik komunikacije ima sposobnost privući potrošača ka financijskom tržištu ili odvući potrošača s financijskog tržišta), promocija proizvoda, usluga i brendova od strane financijskih institucija (način na koji je usluga ili brend prezentiran kroz oglašavanje može biti jednako snažan kao i prepričavanje od strane poznanika), povezanost s drugim brendovima ili individualcima (brendovi ili poduzeća s kojima je povezana financijska institucija mogu utjecati na njen ugled).

Robert H. J. Mosch i Henriëtte M. Prast u svom radu *Confidence and trust: empirical investigations for the Netherlands and the financial sector* (2008) ističu da će postojanost povjerenja u financijskom sustavu doprinijeti ostvarivanju puno većih rezultata (pozitivan rizik), nego nepostojanost povjerenja koja će rezultirati puno većim gubitcima unutar financijskog sustava (negativan rizik).

Prema C. E. (Carie) de Jager (2017) na financijskom tržištu postoji više razina povjerenja, a ističu se tri: povjerenje u financijski sustav, povjerenje u financijske institucije (npr. banke) i povjerenje u osobe koje rade u tim financijskim institucijama. Ulaganje u pojedini financijski proizvod počiva na povjerenju da financijski sustav djeluje u skladu pravilima, financijske institucije i njihovi zaposlenici dobro obavljaju svoj posao i djeluju u skladu s pravilima struke. Povjerenje u institucije puno je kompliciraniji oblik povjerenja jer je puno lakše vjerovati osobi nego nekoj instituciji koja je apstraktna i relativno nepoznata, ali institucijama je ipak potrebno povjerenje stanovništva kako bi efikasno obavljale svoj posao (Mosch i Prast, 2008). Povjerenje u institucije rezultat je povjerenja u osobe koje rade u tim istim institucijama. Ovo se najbolje vidjelo u financijskoj krizi 2008. godine gdje su pojedini bankari uzrokovali krizu zbog pohlepe i ponašanja u svoju korist, umjesto da su činili sve u najboljem interesu svoga klijenta, a zbog toga je došlo da pada povjerenja u pojedine institucije (de Jager, 2017). Prema Christine Ennew i Harjitu Sekhonu (2007) povjerenje se može razlikovati između potrošača zbog različitih iskustava i osobnih karakteristika čak i kad su percepcije vrijednosti povjerenja jednake između pojedinaca.

Ennew i Sekhon (2007) ističu da povjerenje igra važnu ulogu u tome kako pružatelji financijskih usluga prezentiraju sebe svojim klijentima. Ovdje se radi o pružanju usluga i proizvoda koji su kompleksni, neopipljivi i koji su većinom dugoročni. Zbog toga su potrošači suočeni s velikim rizikom pri sklapanju posla. Kako se radi o dugoročnim štednim proizvodima i investicijama koje su složene same po sebi, dodatni razvoj tih proizvoda i njihovih značajki dovesti će do dodatne kompleksnosti proizvoda (Ennew i Sekhon, 2007), a postojanost povjerenja smanjuje kompleksnost proizvoda i usluga (Luhman, 1979; Mülbart i Sajnovits, 2017). Također, postoje problemi s razumijevanjem i prosudbom kvalitete proizvoda jer se na pravilnu procjenu mora čekati 5, 10, 15 ili više godina na koliko su pojedini proizvodi ugovoreni. Pojedini proizvodi, čiji je vijek trajanja kraći od prethodno navedenih, imaju problem sa procjenom njihove kvalitete jer se loši rezultati mogu pripisati lošoj sreći ili tajmingu koji može biti pogrešan (Ennew i Sekhon, 2007). Zbog toga se potrošači moraju osloniti na povjerenje u pružatelje financijskih usluga, odnosno da će im oni ponuditi proizvode i usluge određene vrste i kvalitete.

2.1. Zaštitni mehanizmi

Najbolji način osiguranja povjerenja u financijske institucije je pružiti potrošačima neki oblik zaštitnog mehanizma. Najvažniji oblici zaštitnog mehanizma su osiguranje depozita i prisutnost „posljednjeg utočišta“ od strane središnje banke (Crockett, 1997). Zaštitni mehanizmi su smanjili „juriše na banke“ i umanjili ekonomske kontrakcije koje su se događale u prošlosti, ali pozitivne strane zaštite došle su s određenim troškovima. Neki od troškova su pretjerano preuzimanje rizika na tržištu, poremećaji cjenovnih signala i pojava moralnog hazarda te veća supervizija i regulacija od strane nadzornih institucija (Cerda, et al., 2001).

Kao najveći nedostatak ovog oblika zaštite javlja se moralni hazard koji je posebno očit u slučaju osiguranja depozita. Klijenti banaka nemaju potrebu nadzirati institucije koje drže njihova sredstva, a to iskorištavaju institucije tako da ulaze u rizična ulaganja kako bi ostvarili što veći prihod ili kako bi se izvukli iz prošlih loših ulaganja. Ako na međubankovnom tržištu ne postoji mogućnost financiranja potreba, banke se moraju okrenuti pomoći središnje banke. Ona kao pružatelj „posljednjeg utočišta“ ima za cilj pružiti podršku solventnim, ali nelikvidnim institucijama kako bi se izbjegla mogućnost prodaje likvidne imovine po cijenama ispod vrijednosti imovine samo kako bi se spasila institucija.

Osim zaštitnih mehanizama na području pojedine zemlje, postoje i međunarodni zaštitni mehanizmi koji se mogu definirati kao set institucija i mehanizama, koji pridonose prevenciji i

ublažavanju ekonomskih i financijskih kriza. Njihova važnost se očituje u sprječavanju širenja poteškoća koje se događaju u pojedinoj zemlji, a ne ostaju unutar granica već se šire kroz različite kanale i u druge zemlje. Elementi međunarodnog zaštitnog mehanizma rezultat su gomilanja i raslojavanja različitih oblika financijskog osiguranja često pod utjecajem domaćih, a ne globalnih interesa. Ključni elementi međunarodnog zaštitnog mehanizma su međunarodne rezerve, swap linije središnjih banaka, financiranje od strane regionalnih ugovora o financiranju (RFA-i) i međunarodnih financijskih institucija. Efektivna i efikasna povezanost različitih elemenata međunarodnog zaštitnog mehanizama ključna je za dobro funkcioniranje međunarodnog monetarnog sistema. Svaki sloj međunarodnog zaštitnog mehanizma potrebno je kvalitetno dizajnirati, kako bi poticao zdravu domaću politiku uz izbjegavanje pojave moralnog hazarda (Europska središnja banka, 2016).

Zaštita potrošača predstavlja dodatan oblik zaštitnih mehanizama, a ostvaruje se kroz donošenje zakona od strane regulatora; dobrovoljne standarde koji imaju za cilj pospješiti regulaciju tržišta i specifična pravila. Ovisno o snazi karakteristika samih zakona i propisa potrošači mogu percipirati višu/nišu razinu prava, koja su im na raspolaganju. Pojedini dobrovoljni standardi mogu stvoriti dojam kod potrošača kako imaju manja prava nego što je to zapravo slučaj. U suprotnom slučaju potrošači mogu imati dojam kako uživaju višu razinu povjerenja jer im to omogućuju financijske institucije iako je to zapravo rezultat zakonskih obveza nametnutih od strane regulatora (Consumers International, 2013). Propisi o odgovornom kreditiranju ograničavaju sklonost financijskih pružatelja za neodgovorno kreditiranje zadržavajući rizike unutar prihvatljivih razina, čime se potiče financijska stabilnost i gospodarski rast (Melecky i Rutledge, 2011; Rutledge, 2010). Zaštita potrošača financijskih usluga potiče i razvoj konkurencije na financijskom tržištu jer su potrošači spremni na promjenu financijskih institucija za one koje imaju bolje ponude (de Serres, 2006). Pojedini ekonomisti suprotnog su mišljenja i smatraju kako trošak usklađivanja s propisima o zaštiti potrošača financijskih usluga smanjuje dobit pružatelja tih usluga, a može uzrokovati i financijsku nestabilnost (Benston, 1998; Evans i Wright, 2010; Wright i Helland, 2011; Wright i Zywicki, 2009). Također, smatraju kako zaštita potrošača financijskih usluga smanjuje konkurenciju i ograničava izbor potrošača, ali i raznovrsnost ponuđenih proizvoda i dostupnost kredita (Wright i Zywicki, 2009; Wright i Helland, 2011).

Najbolji način za zaštitu potrošača u slučaju financijskih usluga je financijska edukacija, kako bi potrošači imali potrebna znanja i informacije koje će im pomoći u donošenju kvalitetnih financijskih odluka. Financijska pismenost može se definirati kao sposobnost razumijevanja

ključnih financijskih koncepata vezanih uz investicije i štednju u svakodnevnom životu (Cruciani i Rigoni, 2017). Potrošači koji imaju veća financijska znanja spremni su ulagati na dionička tržišta, odabrati rizičnija ulaganja s većim prinosom i aktivno sudjelovati u kreiranju vlastitih mirovinskih planova (Lusardi i Mitchell, 2014). Ulaganje u financijsku edukaciju cilj je svake središnje banke jer će informirani potrošači imati puno povjerenje u institucije čijim se uslugama koriste, a to će pridonijeti stabilnosti i razvoju financijskog sustava u cjelini (Hrvatska narodna banka, 2020).

Bez adekvatnog zaštitnog mehanizma čak i jednostavne glasine o problemima sa solventnošću ili likvidnošću financijske institucije mogu dovesti do snažne financijske krize, a adekvatan zaštitni mehanizam pomaže u rastu povjerenja u financijskom sustavu (Schich, 2008). Kroz zaštitne mehanizme regulacija ima za cilj zaštititi interese depozitora i ostalih kreditora, a istovremeno izbjeći moralni hazard (Crockett, 1997).

2.2. Regulacija

U slučaju pada povjerenja dolazi do zamjene istoga s regulacijom, a svako dodatno smanjenje povjerenja dovodi do rasta birokracije i povećavanja regulacije. Povećanje nadzora i regulacije rezultira smanjenjem povjerenja u konačnici. Argumenti vezani uz uvođenje regulacije počivaju na činjenici da nedostaje povjerenja, a to se najbolje očituje u krizi kada dolazi do uvođenja dodatnog nadzora (Capie, 2016). S druge strane, pojedini autori smatraju da zakoni predstavljaju važan mehanizam povećanja kvalitete povjerenja i pouzdanosti, gdje regulacija postaje zamjena za povjerenje te tako smanjuje potrebnu količinu povjerenja (Nooteboom, 2006; Simpson i Eriksson, 2009; Tonkiss, 2009).

Kao što je već prethodno navedeno, postoje različiti oblici povjerenja koji na različite načine utječu na regulaciju. Pojedini oblici povjerenja mogu se poboljšati dodatnom regulacijom, dok drugi mogu biti narušeni ako postoji dodatna regulacija. Zbog toga je važno da nositelji politike prvo identificiraju oblik povjerenja koji je narušen, kako bi predložili adekvatan oblik regulacije koji će rezultirati obnovom povjerenja. Postoje brojni razlozi zbog kojih nositelji politike nastoje regulirati financijsku industriju, a neki od njih su zaštita investitora i korisnika financijskih proizvoda te kontrola sistemskog rizika (Colombo, 2010). Racionalno povjerenje smatra se umjetnim jer na njega u velikoj mjeri utječe regulacija, zbog toga je važno promatrati utjecaj regulacije na afektivno povjerenje. Emocionalno povjerenje može biti zamijenjeno, umjesto da je potaknuto, nametanjem novih zakona i regulacije. Razlog tome je vidljiv u činjenici da odnosi koji su temeljeni na emocionalnom povjerenju imaju sklonost postati

rezultat regulacije, umjesto da se temelje na međusobnom povjerenju između sudionika (Lane i Bachmann, 1998; Colombo, 2010). Emocionalno povjerenje, kao se temelji na određenoj razini emocionalne povezanosti između sudionika, koji vjeruju da ih druga strana neće prevariti u poslu (Dent, 2002). Ako se ta vjera u drugu stranu zamjeni sa zakonima i odvetnicima, dolazi do promjene odnosa od strane regulacije. Sim B. Sitkin i Nancy L. Roth u svom su radu, *Explaining the Limited Effectiveness of Legalistic "Remedies" for Trust/Distrust* (1993), zaključili da prihvaćanje pravnih lijekova (institucionalizirani mehanizmi koji oponašaju pravne oblike i nadilaze pravne/regulatorne zahtjeve) stvara psihološku i/ili interaktivnu barijeru između sudionika, koja dovodi do dodatne potrebe za formalnosti i do potrebe za novim pravilima. Istraživanja su ukazala na činjenicu da zakoni i regulacija koji služe jačanju racionalnog povjerenja unutar financijske industrije (Sitkin i Roth, 1993; Colombo, 2010), mogu u velikoj mjeri umanjivati snagu emocionalnog povjerenje unutar financijske industrije (Lazzarini, 2004; Hill i O'Hara, 2006; Colombo, 2010). Zakoni i regulacija prijete gušenju emocionalnog povjerenja zbog toga što se „ranjivost“ nalazi u srži povjerenja. Ako dođe do smanjenja ranjivosti (što je inače dobra stvar), zakoni smanjuju mogućnost sudionicima da dokažu svoju pouzdanost drugoj strani (Mitchell, 2001).

Najbolja alternativa za regulaciju je samoregulacija, odnosno briga o vlastitoj reputaciji i postupanje u skladu s najboljom praksom kako bi se ona očuvala (Capie, 2016). U slučaju pada povjerenja najvažnije je povratiti izgubljeno povjerenje, a tu najbitniju ulogu ima zakonodavstvo koje će prisiliti financijske institucije i sudionike da stoje iza svojih obećanja i iznose točne činjenice (de Jager, 2017). Na ovaj način regulacija štiti investitore i vraća povjerenje u financijski sustav.

2.3. Mjerenje povjerenja

Mjerenje povjerenja između ljudi (posebno općeg povjerenja) predstavlja jedan od najvažnijih načina ispitivanja dobrobiti društva, mjerenja socijalnog kapitala te razumijevanja pokretača drugih društvenih i ekonomskih ishoda. Problem ispitivanja općeg povjerenja je u tome što ispitanici ponekad mogu imati problema s interpretacijom pitanja, iako ta pitanja mogu pružiti pouzdane odgovore i kvalitetne rezultate istraživanja. Mjerenje povjerenja u institucije općenito dobro funkcionira u smislu konstruktne valjanosti, ali u pogledu konvergentne valjanosti i valjanosti lica situacija je manje jasna. Iz toga razloga postoji mogućnost da mjerenje povjerenja u institucije može biti pristrano u nekim okolnostima, zbog toga je primjerenije njihovo korištenje u kontekstu službene statistike (OECD, 2017).

Mjerenje povjerenja se može podijeliti na direktno mjerenje, gdje ispitanici samostalno iznose svoje odgovore vezane uz povjerenje, i indirektno mjerenje, gdje istraživači promatraju odluke, ponašanje i reakcije pojedinaca. Znanstvenici koji se bave proučavanjem ponašanja kreirali su laboratorijske eksperimente koji omogućavaju uočavanje ponašanja koje je uzrokovano povjerenjem, a ne nekim drugim motivima (Bauer i Freitag, 2016). Iako se povjerenje može najbolje shvatiti mjerenjem povjerenja putem ponašanja pojedinaca, nije moguće u svakoj situaciji izmjeriti razinu povjerenja i zbog toga se istraživači moraju osloniti većinom na odgovore iz anketnih upitnika (Fehr, 2009).

Najjednostavniji način mjerenja povjerenja je putem anketnih pitanja koja ispituju povjerenje jedne osobe u drugu te u institucije. Morrone i ostali u svom radu iz 2009. godine razlikuju tradicionalna pitanja povjerenja od pokušaja mjerenja povjerenja kroz očekivanja (npr. pitanje vezano uz izgubljeni novčanik i mogućnost da će biti vraćen). Iako se takva pitanja oslanjaju na hipotetske scenarije koji mogu biti relativno ograničeni, ona mogu pružiti dodatne informacije vezane uz povjerenje ispitanika. Eksperimentalni pristup mjerenju povjerenja, iako izvan službene statistike koja najčešće pruža podatke vezane uz povjerenje, omogućava važan uvid u valjanost konvencionalnih mjera anketnih istraživanja i pomaže u razvoju boljih pitanja u istraživanjima (Falk, et al., 2015; OECD, 2017). Prethodno navedeni pristupi mjerenju povjerenja mogu se podijeliti u četiri šire grupe: evaluacije, očekivanja, iskustva i eksperimente.

Evaluacijski pristup mjerenju povjerenja usmjeren je na pitanja imaju li ispitanici povjerenje u pojedinca ili instituciju. Ova pitanja zahtijevaju od ispitanika procjenu vlastitih osjećaja i/ili uvjerenja u ovom trenutku, ne vodeći računa o prošlim iskustvima ili špekuliranju o budućnosti. Većina pitanja vezana uz povjerenje koja se koriste u standardnim anketnim istraživanjima su evaluacijska (OECD, 2017).

Pristup mjerenju povjerenja koji se temelji na očekivanjima, postavlja hipotetske situacije pred ispitanike i on se može opisati kao situacijski. Kako se pitanja fokusiraju na očekivanja ponašanja ljudi, ponekad se tvrdi da su ona specifičnija i bolje opisuju ponašanje nego što je to slučaj s pitanjima iz prethodnog pristupa (Morrone, et al., 2009). Zbog toga što se radi o hipotetskim situacijama, ispitanici ponekad mogu imati problema s odgovaranjem na ovakva pitanja (OECD, 2017).

Pristup mjerenju koji se temelji na iskustvima koristi pitanja vezana uz prošla iskustva i događaje koji su se već dogodili, za razliku od prijašnjih pristupa gdje se odgovori odnose na ono što ispitanik smatra ili očekuje. Ova pitanja se najčešće koriste za istraživanja viktimizacije,

gdje se ispitaniku postavljaju pitanja vezana uz iskustva koja predstavljaju nisku razinu povjerenja (npr. koliko često se ispitanik osjeća nesigurno u svome gradu ili gradskom središtu). U slučaju mjerenja institucionalnog povjerenja, ovdje se koriste pitanja kojima se nastoji saznati jesu li ispitanici ikada bili u situaciji da im očekivano (pozitivno) ponašanje nije bilo ispunjeno odnosno da su prekršene neke društvene norme (OECD, 2017).

Dobiveni rezultati anketa predstavljaju subjektivne informacije i zbog toga se moraju oprezno interpretirati. Ponekad pojedinci, koji smatraju da treba biti oprezan u odnosu s drugima, imaju snažnu odbojnost prema riziku. Ernst Fehr u svom radu *On The Economics and Biology of Trust* iz 2009. godine zaključuje kako rizik i društvene preferencije mogu predvidjeti odgovore na anketna pitanja vezana uz povjerenje, zbog toga što osobe daju odgovore na temelju preispitivanja vlastitog ponašanja u situacijama koje zahtijevaju određenu razinu povjerenja. Edward L. Glaeser i ostali u svom radu *Measuring Trust* iz 2000. godine ističu kako standardna pitanja u anketama ne mogu objasniti ponašanje povezano s povjerenjem.

Alternativa prethodno navedenim pristupima prikupljanju informacija o povjerenju putem anketnih istraživanja je korištenje eksperimentalnih tehnika za mjerenje povjerenja i ponašanja sudionika. Eksperimenti se mogu provoditi na terenu ili u kontroliranim laboratorijskim uvjetima. Najpoznatiji primjer ovog pristupa je Igra povjerenja koju je predstavila Joyce Berg zajedno sa svojim suradnicima u radu *Trust, Reciprocity, and Social History* iz 1995. godine. Prikupljane su informacije o stvarnom ponašanju ispitanika u okolnostima u kojima postoje određene nagrade za sudjelovanje, manjih iznosa, ali dovoljnih za stvaranje poticaja na djelovanje. Kako se ovdje mjere stvarna ponašanja, može se reći da eksperimentalne metode izbjegavaju mnoga ograničenja pristupa mjerenja povjerenja temeljenih na anketnim istraživanjima (npr. pristranost društvenim željama u odgovorima, različite shvaćanje pitanja unutar istraživanja između ispitanika i sl.). Podatci dobiveni na temelju eksperimenata pružaju najboljih izvora informacija za ispitivanje različitih mjera istraživanja i za razvoj boljih anketnih pitanja koja su dio tih istraživanja. Algan i Cahuc u svom radu iz 2013. proučili su različite studije i došli su do zaključka kako ponašanje u eksperimentima može bolje predvidjeti niz ishoda iz stvarnoga svijeta. Nedostatak eksperimenta je u tome što su rezultati mjerenja povjerenja u puno široj populaciji manje relevantni u odnosu na manje skupine. Osim toga, provođenje laboratorijskih eksperimenata je skupo za provođenje i većina ovih eksperimenata se provodi među studentima, zbog čega rezultati ne mogu biti reprezentativni za cijelu populaciju (OECD, 2017).

3. POVJERENJE U FINANCIJSKI SUSTAV U IZABRANIM ZEMLJAMA

Stanovnici zemalja gdje postoji viša razina povjerenja obično poštuju vlast unutar zemlje i njene zakone, u velikoj mjeri se pridržavaju formalnih i neformalnih pravila te sporazuma (Putnam, et al., 1993; Fukuyama, 1995; Mosch i Prast, 2008). U konačnici to dovodi do povećanja efikasnosti, smanjenja vremena i novca potrebnog za provođenje ugovora i sporazuma (Mosch i Prast, 2008). S druge strane stanovnici zemalja gdje postoji niža razina povjerenja, nastoje zakonski zaštititi svoje položaje zajedno sa ostalim sudionicima tržišta.

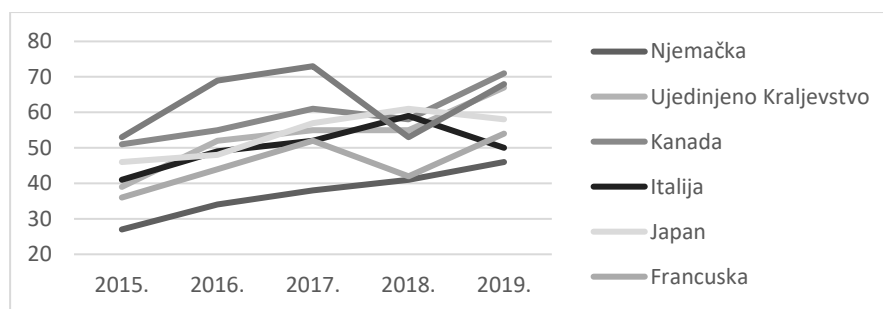
Većina zemalja imala je pad razine povjerenja u razdoblju financijske krize koja je započela 2008. godine, kada su u većini zemalja sudionici financijskog sustava bili na lošem glasu zbog odluka koje su dovele do krize. Nakon toga, trebalo je neko vrijeme kako bi se vratilo narušeno povjerenje na razinu prije krize, ali i kako bi se povećalo jer su sudionici financijskih sustava uvidjeli potrebu stalnog ulaganja u održavanje povjerenja svojih klijenata.

Razvijena ekonomija (zemlja) posjeduje višu razinu ekonomske aktivnosti i sigurnosti, za razliku od ostalih zemalja. Standardni kriteriji prema kojemu se može odrediti stupanj razvoja neke zemlje su dohodak po glavi stanovnika ili BDP per capita, stupanj industrijalizacije, standard života, količina tehnološke infrastrukture. Primjeri razvijenih zemalja su zemlje zapadne Europe, SAD, Kanada, Japan.

U nastavku se nalaze grafikoni koji su kreirani na temelju serije podataka preuzete iz Edelman Trust barometara, a podatci su vezani uz povjerenje opće javnosti i informiranog stanovništva sedam izabranih zemalja prema kriteriju razvijenosti zemalja. Istraživanje je provedeno svake godine putem online ispitivanja u razdoblju mjesec dana između listopada i studenog, a podatci koji se nalaze u edelmanovim barometrima su vezani uz prethodnu godinu. Na temelju podataka se kreiraju indeksi koji predstavljaju razinu povjerenja unutar svake zemlje gdje vrijednost indeksa između 1-49 predstavlja nepovjerenje unutar zemlje, vrijednost indeksa između 50-59 predstavlja neutralnost ispitanika, a vrijednost indeksa između 60-100 predstavlja povjerenje unutar zemlje. Edelman Trust barometri vezani uz opću populaciju obuhvaćaju 1.000 ispitanika unutar svake zemlje koji su stariji od 18 godina. Edelmanov Trust barometri vezani uz informirano stanovništvo obuhvaćaju 500 ispitanika unutar SAD-a i 200 ispitanika unutar ostalih zemalja, starosti između 25-64 godina. Ostali kriteriji na temelju kojih se izabiru ispitanici su: fakultetsko obrazovanje, visina dohotka u 25% najviših dohodaka unutar zemlje, redovito praćenje medija (upućenost u društvena pitanja i poslovne vijesti).

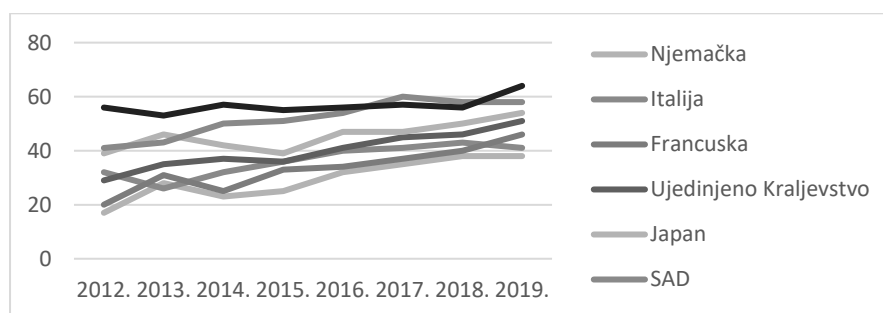
Podatci iz Grafikona 1. pokazuju kako je povjerenje u financijskom sustavu većine promatranih zemalja u porastu u odnosu početno razdoblje. Stanovnici zemalja Europe i Japana prema ovim podacima imaju niže razine povjerenja u financijski sustav za razliku od stanovnika zemalja Sjeverne Amerike. Razlog tome može biti činjenica što su te zemlje primarno oslonjene na banke, gdje pad povjerenja u bankarski sustav znači i pad povjerenja u cjelokupan financijski sustav. Zemlje Sjeverne Amerike imaju razvijeniji cjelokupan financijski sustav gdje pad povjerenja u jednu instituciju ne znači pad povjerenja cjelokupnog financijskog sustava. Nepovjerenje prema financijskom sustavu proizlazi i iz stalnih financijskih inovacija (eng. FinTech), na koje većina stanovnika razvijenih zemalja nije navikla, ali spremni su na prihvaćanje istih kako bi si olakšali interakciju s financijskim institucijama i posrednicima. Za očekivati je kako će u budućnosti razina povjerenja prema ovim oblicima financijskih inovacija iz godine u godinu rasti, ali u slučaju nekih negativnih posljedica FinTech-a doći će do rasta nepovjerenja prema ovim oblicima pružanja financijskih usluga (Arner, et al., 2016).

Grafikon 1. Kretanje razine povjerenja u financijske usluge odabranih razvijenih zemalja za razdoblje od 2012. do 2019. godine (izraženo u postotku)



Izvor: Izrada autora prema podacima iz Edelman Trust Barometara

Grafikon 2. Kretanje razine povjerenja informirane javnosti u financijske usluge odabranih razvijenih zemalja za razdoblje od 2015. do 2019. godine (izraženo u postotku)



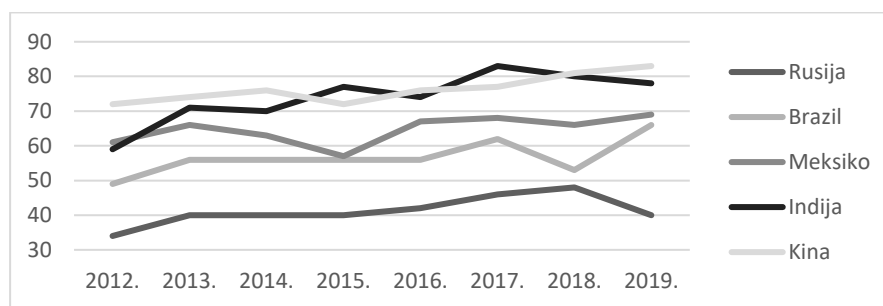
Izvor: Izrada autora prema podacima iz Edelman Trust Barometara

Pogledaju li se podatci vezani uz razinu povjerenja informirane javnosti može se zaključiti kako oni više reagiraju na događaje u financijskom sustavu vlastite zemlje, a to rezultira smanjenjem ili povećanjem razine povjerenja. Važno je napomenuti kako povjerenje ukupne javnosti

uglavnom prati kretanje povjerenja informirane javnosti, ali uz određeni odmak i zbog toga često postoji jaz između promatranih skupina od nekoliko postotnih bodova.

Zemlje u razvoju predstavljaju ekonomije koje se sve više uključuju na međunarodna tržišta kako rastu posjedujući neke, ali ne sve karakteristike razvijenih tržišta. Kako se razvijaju u tržišna gospodarstva postaju sve više povezana s međunarodnim gospodarstvom. Povezanost se može vidjeti kroz povećanje likvidnosti na lokalnim tržištima duga i vlasničkih instrumenata, kroz povećan opseg trgovine i izravna strana ulaganja, ali i kroz domaći razvoj modernih financijskih i regulatornih institucija. Može se reći da zemlje u razvoju prelaze sa stanja niskog dohotka, manje razvijene ekonomije i često predindustrijske ekonomije, na modernu industrijsku ekonomiju s višim životnim standardom (Atinc, et al., 2005).

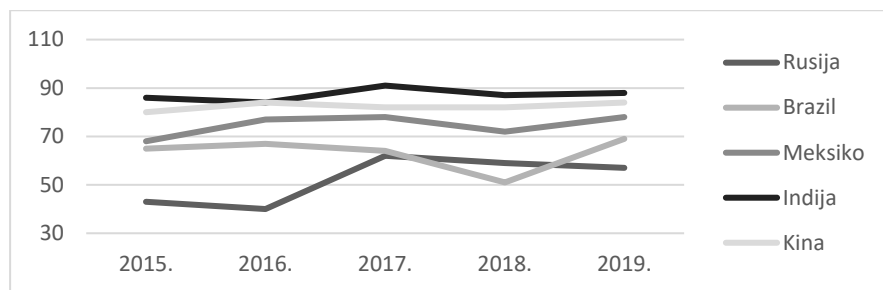
Grafikon 3. Kretanje razine povjerenja u financijske usluge odabranih zemalja u razvoju za razdoblje od 2012. do 2019. godine (izraženo u postotku)



Izvor: Izrada autora prema podacima iz Edelman Trust Barometara

Kao i kod razvijenih zemalja, došlo je do rasta povjerenja u financijske usluge promatranih zemalja u razvoju, u razdoblju nakon Velike financijske krize koja je započela 2008. godine kada je povjerenje u svim zemljama drastično palo. Može se primijetiti kako su razine povjerenja unutar ovih zemalja nešto više nego u razvijenim zemljama, a to može biti rezultat činjenice da se financijski sustavi unutar ovih zemalja još razvijaju i stanovnici imaju povjerenje kako razvoj ide u pravom smjeru. Nepovjerenje prema FinTech-u postoji i ovdje, ali u pojedinim zemljama (Kina i Indija) ono je puno niže nego kod razvijenih zemalja. Unutar zemalja Azije postoji puno manji broj poslovnica banka i iz toga razloga je korištenje FinTecha puno atraktivnije za klijente, a svake godine sve se više ulaže u razvoj i napredak ovih oblika pružanja financijskih usluga (Arner, et al., 2016). Ulaganja zemalja u razvoju ovog oblika pružanja financijskih usluga podižu razinu povjerenja unutar njihovih financijskih sustava. Izuzetak od promatranih zemalja je Rusija, koja prati trendove europskih zemalja gdje su razine povjerenja nešto niže nego u ostatku svijeta i gdje se financijski sustav više oslanja na banke.

Grafikon 4. Kretanje razine povjerenja informirane javnosti u financijske usluge odabranih zemalja u razvoju za razdoblje od 2015. do 2019. godine (izraženo u postotku)



Izvor: Izrada autora prema podacima iz Edelman Trust Barometara

Povjerenje informirane javnosti nešto više nego povjerenje cjelokupne javnosti, a razlog tome je bolja upućenost u kretanja financijskog sustava i djelovanje u skladu s događanjima na financijskim tržištima. Zgodno je primijetiti kako informirana javnost unutar ovih zemalja ima nešto više (ili slične) razine povjerenja od informirane javnosti promatranih razvijenih zemalja, a to govori u prilog činjenici da upućena javnost vjeruje kako razvoj financijskih sustava ide u dobrom smjeru. Ponovno, izuzetak je Rusija koja prati trendove europskih zemalja.

Pandemija korona virusa je djelovala negativno na sve ekonomije. Zemlje su praktično zamrznule sve društvene i ekonomske aktivnosti, kako bi spriječile daljnje širenje pandemije. To je djelovalo na usporavanje rasta gospodarstava brojnih zemalja, ali i do krize u brojnim ekonomijama. Zemlje su donijele planove spašavanja u proteklih nekoliko mjeseci, kako bi vratili narušeno povjerenje i oživjele ekonomiju.

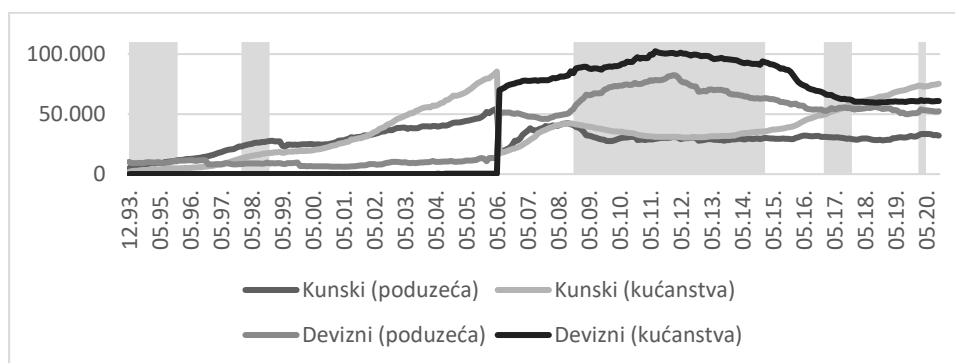
3.1. Povjerenje u financijskom sustavu Hrvatske

Hrvatska se prema određenim kriterijima smatra razvijenom zemljom, ali postoje i određene institucije koje smatraju kako je Hrvatska i dalje zemlja u razvoju. Kao i prethodni financijski sustavi, hrvatski financijski sustav počiva na povjerenju i svaki poremećaj ili nestabilnost unutar financijskog sustava može smanjiti trenutnu razinu povjerenja. Hrvatska narodna banka ima za cilj održavati povjerenje u hrvatski bankovni sustav (Hrvatska narodna banka, 2019) uz ostale ciljeve, a HANFA ima za cilj izgraditi povjerenje među sudionicima financijskih tržišta (HANFA, 2018).

Hrvatska je početkom 90-ih godina morala izgraditi financijski sustav koji počiva na tržišnim principima. Poučeni primjerima iz prošlosti, prvenstveno visokim inflacijama kojima su svjedočili, hrvatsko stanovništvo je imalo veće povjerenje prema njemačkoj marki (kasnije euru) nego prema domaćoj valuti. Zbog nepovjerenja prema domaćoj valuti, stanovnici su se često okretali neformalnom tržištu kako bi pribavili devize. Povjerenje u početnim razdobljima

postojanja narušeno je pojavom inflacije i hiperinflacije, koje su morale biti suzbijene kako bi se povratilo povjerenje. Dodatno je povjerenje narušeno pojavom bankovne krize jer su se morale sanirati tada najveće državne banke, a nakon što je sanacija završena povjerenje u financijskom sustavu je nastavilo rasti bržim tempom (Gregurek i Vidaković, 2011). Kako se financijski sustav sve više razvijao, tako je i razina povjerenja krenula uzlaznom putanjom koja se može vidjeti kroz postupan rast kreditne aktivnosti na Grafikonu 5. Novi poremećaj u financijskom sustavu uslijedio je nekoliko godina kasnije, u 1998. godini završio je brzi rast kreditnih plasmana malih i srednjih banaka čime su nastale nepovezane krize u financijskom sustavu. Pojedine nove banke zbog vođenja neprimjerene kreditne politike otišle su u stečaj ili su morale biti sanirane te su naknadno prodane strateškim ulagačima s ciljem sprječavanja daljnje nestabilnosti bankovnog sustava (Gregurek i Vidaković, 2011). Sve je to djelovalo na pad povjerenja u financijskom sustavu i zbog toga je morala reagirati središnja banka, kako bi dodatno kreditirala banke iz primarne emisije. Kako se istovremeno raspalo tržište novca i većina se banaka povukla s tržišta, središnja banka je morala uvesti promjene na prekonoćnom tržištu novca. Rezultat promjena je bilo pružanje kreditne pomoći u obliku kratkoročnog kredita za banke koje imaju likvidnosne probleme, ali su i dalje solventne (Jankov, 2000). Nakon što je ova kriza riješena, povjerenje unutar financijskog sustava je ponovno raslo.

Grafikon 5. Distribucija kredita drugih monetarnih financijskih institucija po institucionalnim sektorima unutar hrvatskog financijskog sustava



Napomena: Sivo područje označava razdoblja poremećaja u hrvatskom financijskom sustavu

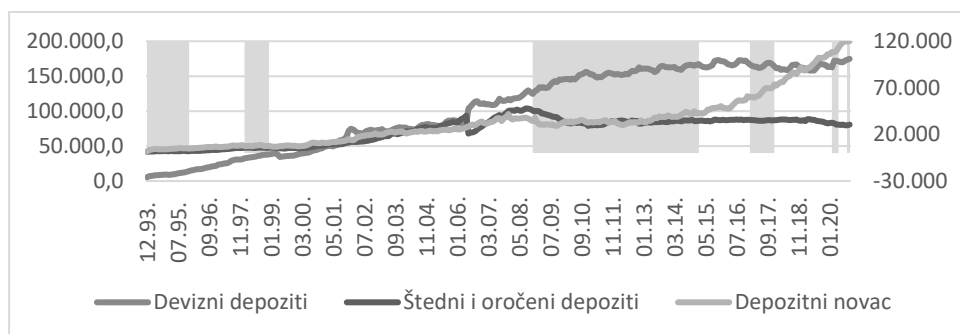
Izvor: Izrada autora prema podacima sa stranice HNB-a

Vidljivo je kako je financijski sustav sljedećih 10-ak godina rastao i razvijao se puno brže bez prevelikih poremećaja, a to je pratila povećana kreditna aktivnost svih sektora. Kuna je i dalje bila primarno sredstvo u kojemu su se uzimali krediti sve do svibnja 2006. godine kada su banke uvele kredite uz valutnu klauzulu i time su utjecali na promjenu u financijskom sustavu. Hrvatskim građanima je sada bilo omogućeno da uzimaju kredite koji su „vezani“ uz stranu valutu, a to su iskoristili ne bi li riješili svoje stambeno pitanje. Smanjio se udio kunskih kredita,

a devizni krediti su narasli drastično u tom razdoblju. Stupanj eurizacije vidljiv je i na Grafikonu 6., odnosno kako su devizni depoziti tijekom cijeloga razdoblja iznad depozita u kunama. Povjerenje unutar financijskog sustava bilo je stabilno i raslo je bez prevelikih poremećaja. U slučaju manjih poremećaja, stanovništvo je povećavalo svoj depozitni novac kako bi im bio na raspolaganju u slučaju potrebe za pokriće nepredviđenih troškova.

Razvojem financijske krize 2008. i kasnije pojavom recesije 2009. godine, promijenile su okolnosti u bankovnom i monetarnom sustavu. Propast *Lehman Brothers-a* stvorila je paniku kod štediša i zato je došlo do juriša na banke (podizanje depozita) što je vidljivo na Grafikonu 6. u padu razine depozita unutar financijskog sustava. U tome razdoblju depoziti u Hrvatskoj su bili osigurani do 100.000 kuna, a kako bi smirila paniku Vlada je odlučila povećati iznos osiguranih depozita na 400.000 kuna (Vlada Republike Hrvatske, 2008). Kako je kriza uzrokovala kumuliranja kreditnih i drugih rizika, došlo je do pogoršanja sposobnosti dužnika (primarno kućanstava i poduzeća) i zato su banke smanjile ponudu kredita za njih, a povećale plasmane središnjoj državi. Pad kreditne aktivnosti prema ovim sektorima vidljiv je na Grafikonu 5. Povjerenje u financijskom sustavu je drastično palo zato što je recesija dovela do rasta nezaposlenosti, smanjenih ulaganja, deprecijacijskih pritisaka na domaću valutu. Postojala je averzija prema rizicima jer se nitko nije želio dodatno zaduživati, ne znajući što će se u budućnosti događati. Tijekom godina recesije brojna su poduzeća propadala ili su im drastično smanjeni prihodi, a to je dovelo do rasta neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima banaka (NPL-ova), čiji je udio dosegao 17% krajem 2014. godine. Najveći udio NPL-ova poduzeća bio je u sektoru građevinarstva, na koje je snažno utjecao pad potražnje i pad cijena nekretnina u razdoblju recesije (Hrvatska narodna banka, 2015). Promatrajući kredite stanovništvu, rast NPL-ova bio je pod utjecajem aprecijacije švicarskog franka koji je doveo do rasta tereta otplate kredita s valutnom klauzulom u CHF (Hrvatska narodna banka, 2015).

Grafikon 6. Distribucija depozita drugih monetarnih financijskih institucija prema vrsta depozita unutar hrvatskog financijskog sustav



Napomena: Sivo područje označava razdoblja poremećaja u hrvatskom financijskom sustavu

Izvor: Izrada autora prema podatcima sa stranice HNB-a

Većina dužnika po kreditima s valutnom klauzulom u švicarskom franku nije shvaćala da su slučaju rasta vrijednosti valute uz koju je vezan kredit, može doći do rasta tereta otplate njihovih kredita. Kada je švicarski franak aprecirao, građani su došli u nezavidnu situaciju i morali su otplaćivati puno veće rate nego što su bile prvotno ugovorene (Aleksić, 2013). To je dovelo do pada povjerenja u financijskom sustavu jer je stanovništvo smatralo da nadzorna tijela i banke nisu upozoravali klijente na moguće opasnosti ovih kredita. To je pogrešan zaključak jer je HNB još 2006. godine upozorio na rizike koje nose krediti uz valutnu klauzulu i s promjenjivom kamatnom stopom, na primjeru kredita vezanog uz švicarski franak (Hrvatska narodna banka, 2006). Svoje nezadovoljstvo rastom kreditnih rata klijenti su izjavljivali putem društvenih mreža i drugih medija, a u jednom trenutku je osnovana udruga Franak koja je imala za cilj proučiti uvjete ugovaranja ovih kredita i pronaći nezakonitosti koje bi dovele do tužbi banaka. Pokrenuta je kolektivna tužba protiv 8 banaka kojom se zahtijevalo proglašenje valutne klauzule vezane uz švicarski franak ništetnom, presuda je donesena i time se otvorila mogućnost pojedinačnih tužbi od strane klijenata (Aleksić, 2013). Kako bi vratili povjerenje u hrvatski financijski sustav, Hrvatski sabor donio je Zakon o potrošačkom kreditiranju 2015. godine, a tim zakonom je preostali dio kredita u švicarskom franku konvertiran u kunski ili kredit s valutnom klauzulom u euru (Hrvatski sabor, 2015). Time je vraćeno povjerenje u financijski sustav, ali se moralo se raditi na unapređivanju istoga između sudionika financijskog sustava.

Izlaskom Hrvatske iz recesije 2015. godine, poboljšala se i situacija u sustavu koji je nastavio funkcionirati neko vrijeme bez prevelikih šokova i uz rast povjerenja. Ali kako to već obično biva šok unutar financijskog sustava je uslijedio nakon svega 2 godine, kada je izbio „slučaj Agrokor“. Propadanje koncerna Agrokor uzdrmalo je ekonomiju zemlje koja se još oporavljala nakon izlaska iz krize, a kako se radi o sistemski važnoj kompaniji uzdrman je bio i čitav financijski sustav. Zato su na meti kritike bile Vlada i HNB, jer je javnost smatrala da nisu dovoljno učinili kako bi spriječili krizu te smanjili izloženost banaka i cjelokupnog gospodarstva stanju u Agrokoru (Vujčić, 2018). Kako bi spasili Agrokor, Vlada je izradila prijedlog Zakona o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za RH (popularno zvan „Lex Agrokor“) koji je izglasan u Saboru. Tim zakonom, upravljanje sistemski važnom kompanijom preuzima Vladin povjerenik koji je trebao u roku od 15 mjeseci okončati slučaj nagodbom vjerovnika (Vlada Republike Hrvatske, 2017). Na kritike javnosti reagirao je i HNB, odnosno guverner Boris Vujčić koji je u intervjuu za Nacional izjavio kako Agrokor nije mogao ugroziti financijsku stabilnost zemlje. Smatra kako je HNB na vrijeme spriječio nezakonito izlaganje banaka Agrokoru i da ne vidi niti jednu situaciju koja bi ugrozila

funkcioniranje financijskog sustava zemlje, zato što su oni činili sve što su mogli kako bi spriječili nestabilnosti (Vujčić, 2018). Djelovanjem Vlade RH i HNB, povjerenje unutar financijskog sustava nije daljnje narušeno. Nakon uspješne nagodbe s vjerovnicima u Agrokoru osnovana je Fortenova grupa, a povjerenje unutar financijskog sustava se nastavilo oporavljati. Nakon ove krize, povjerenje unutar financijskog sustava je raslo sve do trenutne korona-krize koja je prouzrokovala brojne nestabilnosti i šokove za cjelokupan gospodarski sustav, a tako i za financijski sustav unutar kojega je ponovno došlo do pada povjerenja.

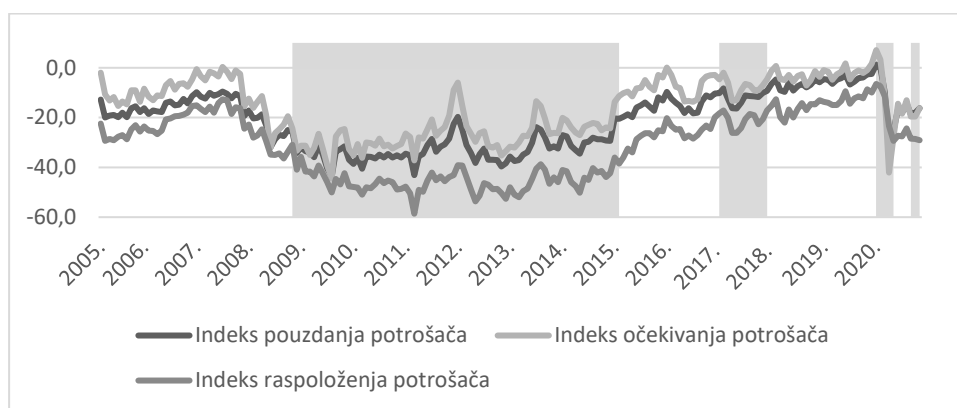
3.2. Mjerenje pouzdanja potrošača u hrvatskom financijskom sustavu

Mjerenje povjerenja potrošača u hrvatskom financijskom sustavu provodi se kroz Anketu pouzdanja potrošača koja se provodi od travnja 1999. godine od strane HNB-a i agencije Ipsos. Do travnja 2005. godine se provodila jednom u tromjesečju, a od svibnja 2005. godine se provodi svaki mjesec uz financijsku i tehničku pomoć Europske komisije. Anketa se sastoji od ukupno 23 pitanja kojima se ispituje percepcija potrošača glede ekonomskih pojava s kojima se oni svakodnevno susreću, a na osnovi odgovora utvrđuju se vrijednosti indeksa prema zadanoj metodologiji. Nakon toga se iz vrijednosti indeksa izračunava i prati kretanje triju kompozitnih indeksa. Indeks pouzdanja potrošača predstavlja aritmetičku sredinu indeksa odgovora na pitanja o stanju i očekivanju financijske situacije unutar vlastitog kućanstva, ali i stanja i očekivanja općih gospodarskih kretanja te ocjene povoljnosti kupnje trajnih dobara. Indeks raspoloženja potrošača promatra trenutačnu ekonomsku situaciju u odnosu na prošla razdoblja te je aritmetička sredina indeksa odgovora na pitanja o tekućoj financijskoj situaciji u kućanstvu i gospodarstvu te ocjene povoljnosti kupnje. Indeks očekivanja potrošača aritmetička je sredina indeksa odgovora na pitanja o očekivanoj financijskoj situaciji u kućanstvu i gospodarstvu u sljedećih godinu dana (Bukovšak, 2006).

U nastavku se nalazi Grafikon 7. koji prikazuje kretanje kompozitnih indeksa koji su prethodno navedeni. Na grafikonu je vidljivo kako su se kompozitni indeksi međusobno kretali u istom smjeru tijekom cijelog prikazanog razdoblja. Kada su očekivanja potrošača o budućim ekonomskim kretanjima rasla, tako su se i pouzdanje i raspoloženje potrošača prilagodila očekivanjima te trenutnoj situaciji u ekonomiji. Ispitanici su na temelju iskustava i stavova (trenutnih i prošlih) davali odgovore koji su najčešće predvidjeli kretanje ekonomije. Tako su se nekoliko mjeseci prije izbijanja krize 2008. godine ovi indeksi smanjili ukazavši na negativna očekivanja o budućim ekonomskim kretanjima, ali i na negativno raspoloženje te pouzdanje unutar financijskog sustava. Indeksi su nastavili negativni trend i u razdoblju krize uz lagani

porat potrošačkog optimizma u 2012. i 2014. godini, nakon čega dolazi do rasta indeksa kako se ekonomija oporavljala. Rast je nastavljen do 2016. godine kada ponovno dolazi do pada kompozitnih indeksa i oporavka u 2017. godini kada su zbog izbijanja afere oko Agrokora indeksi nakratko imali negativni trend. Nakon što je postignuta nagodba kompozitni indeksi su nastavili rast uz povremene fluktuacije sve do 2020. godine, kada su zbog pandemije koronavirusa indeksi drastično potonuli jer je virus doveo do brojnih šokova i nesigurnosti unutar financijskog sustava.

Grafikon 7. Indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača prema mjesečnim podacima od siječnja 2005. godine do prosinca 2020. godine



Napomena: Sivo područje označava razdoblja poremećaja u hrvatskom financijskom sustavu

Izvor: Izrada autora prema podacima za stranice Hrvatske narodne banke

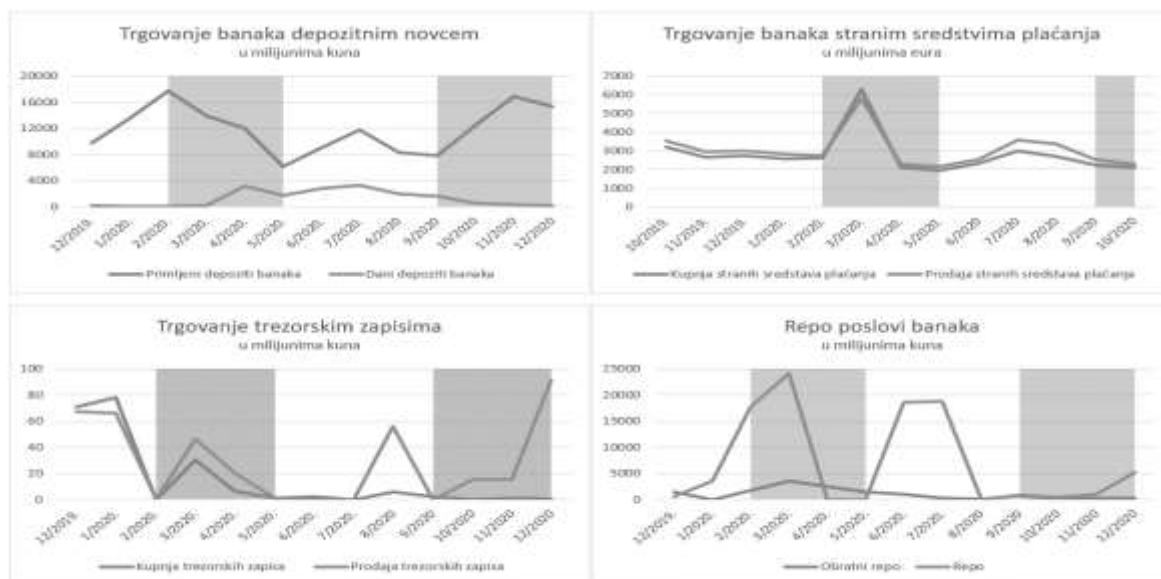
4. UTJECAJ KORONA-KRIZE NA HRVATSKI FINACIJSKI SUSTAV

Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. (dalje u tekstu: Tržište novca Zagreb) predstavlja uređeno mjesto trgovanja sudionika novčanog tržišta koje povezuje ponudu i potražnju za instrumentima novčanog tržišta (kune i devize, kratkoročni vrijednosni papiri, dugoročni vrijednosni papiri u posljednjoj godini dospijea, ostali instrumenti novčanog tržišta) (Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d., 2020). Karakteristika Tržišta novca Zagreb prije krize i sada je puno viša ponuda od potražnje za instrumentima novčanog tržišta.

Kako Tržište novca Zagreb nije reprezentativno, potrebno je proučiti i međubankovno novčano tržište. Grafikon 9. prikazuje trgovanje banaka na novčanom tržištu u Hrvatskoj prema podacima sa stranica Hrvatske narodne banke, a prikazani su i podaci o trgovanju trezorskim zapisima Ministarstva financija RH. Na grafikonu je vidljivo kako je trgovanje na međubankovnom novčanom tržištu bilo pod snažnim utjecajem pandemije koronavirusa. Trgovanje depozitnim novcem se povećavalo sve do pojave pandemije, a nakon toga je primjetan pad u slijedećim mjesecima sve do poboljšanja situacije u svibnju. Smanjenje broja

zaraženih i povoljnija epidemiološka situacija povećale su trgovanje depozitnim novcem u slijedećim mjesecima. Nakon toga primjetan je pad trgovanja do rujna kada ponovno dolazi do rasta primljenih depozita banaka sve do studenog. Trgovanje banaka stranim sredstvima plaćanja u promatranom razdoblju kretalo se uz povremeni rast i pad ovisno o potrebi tržišta za deviznim sredstvima plaćanja, a pojavom pandemijom koronavirusa primjetan je snažan rast trgovanja devizama. Kao i u svakoj krizi, stanovništvo je povećavalo potražnju za devizama jer su smatrali iste sigurnijim oblikom imovine za posjedovanje u razdoblju nesigurnosti. Nakon što su nadležne institucije reagirale u cilju vraćanja povjerenja, smanjila se potražnja za devizama odnosno trgovanje banaka stranim sredstvima plaćanja. Trgovanje trezorskim zapisima se uglavnom provodi po potrebi i prema prethodno utvrđenom kalendaru aukcija, a na Grafikonu 9. može se vidjeti kako je kupnja trezorskih zapisa porasla tijekom prvog vala pandemije koronavirusa, nakon čega je bila niska tijekom cijelog razdoblja. Prodaja trezorskih zapisa porasla je u istom razdoblju uz još dva rasta tijekom kolovoza i u studenom. Iznos repo poslova je od početka 2020. godine bio u rastu, tako je u ožujku dosegnuo razinu od 27 milijardi kuna. Nakon toga dolazi do snažnog pada koji je bio pod utjecajem pandemije koronavirusa. Pobljšanjem epidemiološke situacije u svibnju, došlo je do rasta iznosa repo poslova sve do srpnja kada je primjetan snažan pad i stagnacija sve do studenog.

Grafikon 8. Trgovanje na novčanom tržištu RH u razdoblju listopad/prosinac 2019. godine do listopad/prosinac 2020. godine (u milijunima HRK i EUR)



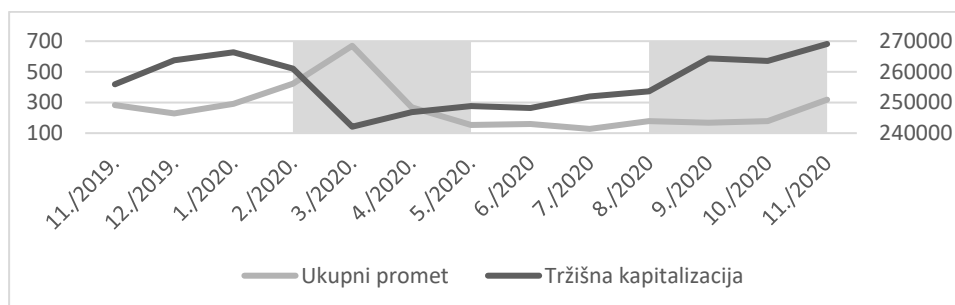
Napomena: Sivo područje označava razdoblje u kojem se kriza vezana uz koronavirus u Europi pogoršala

Izvor: Izrada autora prema podatcima za stranice Hrvatske narodne banke

Zagrebačka burza (ZSE) predstavlja centralizirano mjesto trgovanja kapitalom u RH, a zadužena je za donošenje pravila i uputa kojima se uređuju pravila poslovanja burze te tržišta kojima upravlja. Zagrebačka burza trenutno ima 9 dioničkih indeksa (najvažniji CROBEX), 2 obveznička indeksa (CROBIS i CROBIStr) i jedan regionalni indeks ADRIAprime.

Ukupni promet na Zagrebačkoj burzi prije izbijanja korona-krize (siječanj 2020. godine) bio je 291,96 milijuna kuna, a u veljači kada se pojavio korona virus došlo je do rasta prometa za 45% u odnosu na prethodni mjesec. Trend rasta ukupnog prometa se nastavio i u ožujku kada je dosegnuo 669,7 milijuna kuna što je rast od 130% u odnosu na siječanj, posljednji mjesec koji nije bio pod utjecajem pojave koronavirusa. Ovom rastu ide u prilog prosječan dnevni promet koji je u navedenom razdoblju bio prosječno oko 23 milijuna kuna, za razliku od siječnja kada je on iznosio nešto više od 9 milijuna kuna. Nakon što se smanjila trgovinska euforija investitora izazvana pojavom COVID-19 krajem veljače 2020. godine, u travnju je došlo do pada ukupnog prometa te je on dosegnuo vrijednost od 268,16 milijuna kuna (pad od 60% u odnosu na ožujak). Ovaj pad se nastavio i u svibnju kada se ukupni promet smanjio za oko 42% u odnosu na prethodni mjesec. U lipnju je ponovno došlo do rasta ukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi (rast je iznosio 3,9% u odnosu na prethodni mjesec), ali već u srpnju je došlo do značajnog pada ukupnog prometa za malo više od 20%. Nakon toga primjetan jer rast do kraja godine uz povremene fluktuacije. Tržišna kapitalizacija u siječnju iznosila je malo više od 266 milijardi kuna, a pojavom koronavirusa došlo je do pada kapitalizacije za 9% u ožujku kada je bila na najnižoj razini. Tijekom sljedeća dva mjeseca tržišna kapitalizacija je dosegla razinu od skoro 249 milijardi kuna, ali to je i dalje pad od 6,5% u odnosu na razdoblje prije krize. Rast tržišne kapitalizacije je nastavljen do kraja godine uz pad jedino u listopadu.

Grafikon 9. Ukupni promet i tržišna kapitalizacija Zagrebačke burze za razdoblje od 11. mjesec 2019. do 11. mjeseca 2020. godine (u mil. HRK)

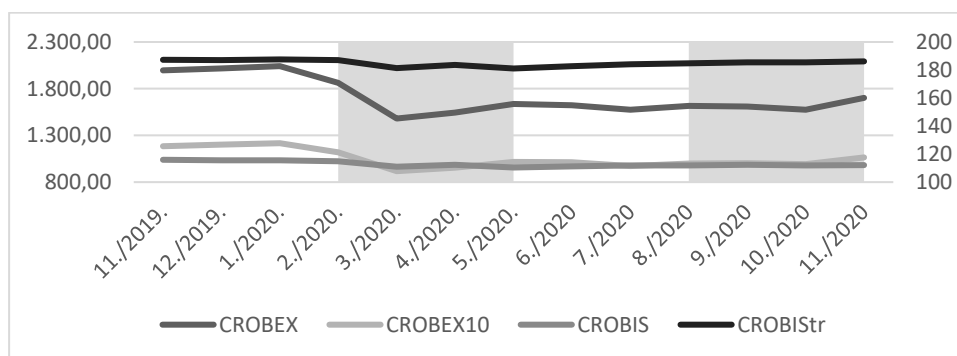


Napomena: Sivo područje označava razdoblje u kojem se kriza vezana uz koronavirus u Europi pogoršala

Izvor: Izrada autora prema podacima sa stranice Zagrebačke burze

Zbog postojanja panike na tržištu, CROBEX (pokazatelj Zagrebačke burze) je izgubio 32% svoje vrijednosti u razdoblju od 19. veljače do 19. ožujka 2020. godine. Nakon toga dolazi do rasta indeksa sljedećih par tjedana, uz izuzetak 23. ožujaka (dan nakon potresa u Zagrebu) kada je dosegnuo svoj minimum i iznosio je 1.364,98. Na rast CROBEX-a su vjerojatno utjecale Vladine mjere i sposobnosti da ograniče gospodarsku štetu. Indeks je rastao sve do početka travnja kada je dosegnuo najvišu tjednu vrijednost od 1.654,13, a nakon toga dolazi do pada vrijednosti CROBEX-a sljedećih par tjedana s povremenim fluktuacijama prema rastu vrijednosti. Od 18. svibnja primijećena je stabilizacija CROBEX koji je izgubio 25% svoje vrijednosti u odnosu na razdoblje prije krize. Do kraja godine primjetna je fluktuacija indeksa zbog povećanog opreza ulagača koji su reagirali smanjenje broja zaraženih tijekom ljeta i na rast broja zaraženih krajem godine. Jednak trend kretanja vrijedi i za drugi dionički indeks CROBEX10, koji je pratio kretanje CROBEX-a.

Grafikon 10. Kretanje dioničkih i obvezničkih indeksa Zagrebačke burze, razdoblje od 11. mjesec 2019. do 11. mjeseca 2020. godine dan



Napomena: Mjerilo dioničkih indeksa nalazi se na lijevoj strani, a mjerilo obvezničkih indeksa se nalazi na desnoj strani; Sivo područje označava razdoblje u kojem se kriza vezana uz koronavirus u Europi pogoršala

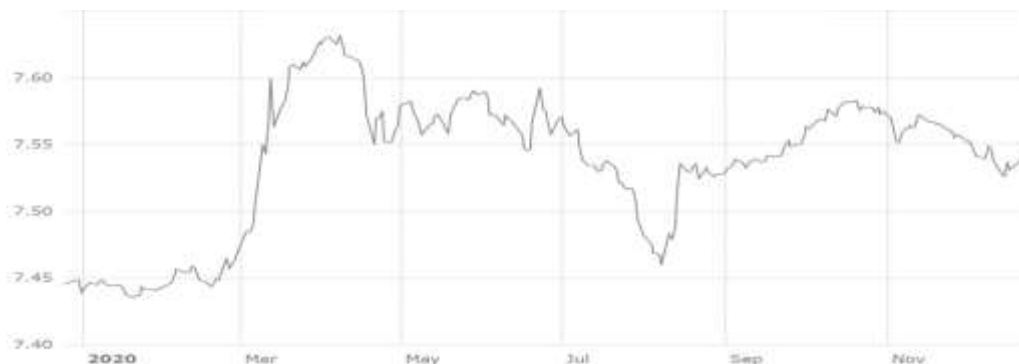
Izvor: Izrada autora prema podacima sa stranice Zagrebačke burze

Obveznički indeksi kretali su se u jednakom smjeru, ali je došlo do puno manjih padova vrijednosti u odnosu na dioničke indekse. Kako je došlo do panike na tržištu, obveznički indeksi su u drugom mjesecu doživjeli blagi pad od 0,45% (CROBIS) i 0,21% (CROBIStr). U ožujku je došlo do nastavka pada vrijednosti ovih indeksa u odnosu na veljaču kada je pad iznosio 3,37% (CROBIS) i 3,14% (CROBIStr). Kako je HNB reagirao i započeo s kupovinom državnih vrijednosnica, došlo je do rasta ovih indeksa za 1% (CROBIS) i 1,3% (CROBIStr). Nakon rasta u travnju došlo je blagog pada u svibnju za 1,64% (CROBIS) i 1,4% (CROBIStr), a već u lipnju došlo do rasta ovih indeksa koji je uz povremene fluktuacije nastavljen do kraja godine.

Zbog tržišnih nestabilnosti prouzrokovanih pojavom koronavirusa i nesigurnosti o učincima na gospodarstvo, povećala se potražnja za devizama u Hrvatskoj. To je dovelo do deprecijacije

kune koja je tako izgubila na svojoj vrijednosti, zbog toga je HNB morao reagirati kako bi očuvao stabilnost tečaja te je započeo s prodajom eura u nekoliko navrata kako bi potaknuo jačanje kune. Aprecijacijskim pritiscima vraćen je dio izgubljene vrijednosti, ali i dalje je tečaj na višoj razini u odnosu na razdoblje prije krize. Kretanje deviznog tečaja u proteklih godinu dana može se vidjeti u Grafikonu 12., koji se nalazi u nastavku.

Grafikon 11. Kretanje deviznog tečaja EUR/HRK u razdoblju 24.12.2019-24.12.2020.



Izvor: Europska središnja banka

4.1. Reakcije HNB-a i HANFA-e s ciljem očuvanja povjerenja

Hrvatska narodna banka (HNB) je središnja banka RH čiji je osnovni cilj održavanje stabilnosti cijena, ali i stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava. Kako je došlo do jačanja bojazni o nepovoljnom ishodu krajem veljače i početkom ožujka, to je uz neizvjesnost o učincima koronavirusa na gospodarstvo dovelo do kolebljivosti na međunarodnim financijskim tržištima i do povećane potražnje za devizama u Hrvatskoj. Zbog toga je došlo do deprecijacije tečaja EUR/HRK i iz toga razloga je HNB morao intervenirati prodajom deviza u cilju očuvanja stabilnosti tečaja u razdoblju između 9. i 13. ožujka, a vrijednost tih intervencija je iznosila 1.214,35 milijuna kuna. Nakon toga odlučili su se na kupovinu državnih obveznica RH s ciljem održavanja stabilnosti na tržištu državnih vrijednosnih papira, a putem operacija fine prilagodbe otkupili su vrijednosne papire RH nominalnog iznosa 212,88 milijuna kuna i kasnije još dva puta u nominalnom iznosu 13,604 mlrd. kuna do kraja travnja. Dodatno su još krajem lipnja kroz dvije operacije fine prilagodbe otkupili vrijednosne papire RH ukupnog nominalnog iznosa 4,069 milijardi kuna. Ovo je u početku bila nesvakidašnja odluka, jer su iz HNB-a godinama tvrdili da ne smiju kupovati državne vrijednosnice, ali kupovina državnih vrijednosnica na sekundarnom tržištu nikada nije bila zabranjena. Odlučili su proširiti krug potencijalnih sudionika u operacijama kupnje i prodaje vrijednosnih papira s ciljem održavanja stabilnosti tržišta državnih vrijednosnih papira, a to je omogućeno mirovinskim društvima, društvima za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i društvima

za osiguranje (svim sa sjedištem u RH). Kako bi nastavila održavati stabilnost tečaja i financijsku stabilnost u tijeku korona-krize, Hrvatska narodna banka se odlučila na provođenje redovitih i strukturnih operacija, ali i deviznih intervencija. Putem redovitih operacija u ovom razdoblju krize pušteno je u optjecaj 750 milijuna kuna na rok tjedan dana, putem strukturnih operacija pušteno je u optjecaj 3,8 milijardi kuna na rok 5 godina, a kroz devizne intervencije prodano je 1.029,55 milijuna eura. Kako bi oslobodio dodatnu likvidnost koja bi pomogla bankovnom sustavu u lakšem prebrođivanju korona-krize, HNB je smanjio stopu obvezne rezerve s 12% na 9%. Ovim potezom smanjen je iznos obvezne rezerve za 10,45 mlrd. kuna, a višak izdvojenog dijela kunske obvezne pričuve u iznosu od 6,33 mlrd. kuna vraćen je bankama. Kako bi na raspolaganju u slučaju potrebe imao eure, HNB je s Europskom središnjom bankom (ESB) uspostavio liniju za valutni ugovor o razmjeni tzv. valutni swap (eng. swap line) s kojim na raspolaganju, za razmjenu kuna za eure, ima iznos od 2 milijarde kuna. Ovim valutnim swapom, HNB će moći osigurati hrvatskim financijskim institucijama dodatnu likvidnost u eurima, a da pritom ne koriste vlastite međunarodne pričuve (Hrvatska narodna banka, 2020).

Kako bi očuvao povjerenje na tržištu u razdoblju korona-krize, HNB je predložio kreditnim institucijama da se posvete osiguravanju neometanog funkcioniranja bankomatske i EFTPOS mreže (odnosno sigurnom funkcioniranju IT sustava banaka). HNB je predložio bankama i ukidanje naknada svim fizičkim osobama za podizanje gotovine debitnim karticama, na bankomatima izvan vlastite bankomatske mreže za vrijeme trajanja izvanrednih uvjeta izazvanih koronavirusom. Svima koji se ne mogu ili ne znaju služiti bankomatima i/ili debitnim karticama, omogućavanje pristupa poslovnicama s minimalnim rizikom zdravstvene ugroze svih sudionika. Predloženo je i povećanje maksimalnog iznosa beskontaktna platne transakcije bez upotrebe PIN-a sa 100 na 250 kuna. Kako bi se olakšalo osobama koje su zbog pandemije koronavirusa ostale bez posla ili su im smanjena primanja, predloženo je da se sa svima njima ugovore novi uvjeti otplate postojećih kreditnih obveza. Banke su poslušale te prijedloge i donesene su mjere odgode prisilne naplate potraživanja do 30. lipnja 2020., moratorij i/ili reprogram kredita za građane te zadržavanje iste visine prešutnih i dopuštenih prekoračenja po tekućim računima (ovisno o mogućnostima) (Hrvatska narodna banka, 2020).

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) je nadzorno tijelo u čiji djelokrug i nadležnost spada nadzor financijskih usluga, financijskih tržišta, ali i fizičkih i pravnih osoba koje pružaju financijske usluge. Temeljni ciljevi HANFA-e su promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti subjekata nadzora. Kako bi ostvarila te ciljeve ona se

rukovodi načelima transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicima financijskih tržišta i izvješćivanja potrošača (HANFA, 2018).

HANFA je na korona-krizu reagirala tako što je donijela set mjera i preporuka kojima je željela ublažiti ekonomske efekte izazvane pandemijom koronavirusa, a koje se tiču svih koji su pod njenim nadzorom (pružatelji i korisnici financijskih usluga te gospodarstvo u cjelini). Neke od smjernica i preporuka usklađene su sa smjernicama koje su donijeli europski regulatori financijskog tržišta (EIOPA i ESMA). U Tablici 2. mogu se pronaći mjere i preporuke koje je donijela HANFA u cilju smanjenja negativnih ekonomskih posljedica prouzrokovanih ovom krizom, kako bi očuvala povjerenje u sebe kao nadzorno tijelo i u cijeli financijski sustav.

Tablica 1. Mjere i preporuke koje je donijela HANFA sa ciljem ublažavanja ekonomskih efekata izazvanih pandemijom COVID 19

Datum odluke	Uzrok	Mjera	Cilj
9.3.2020. i 12.3.2020	Pad vrijednosti indeksa CROBEX za više od 10 % u odnosu na zadnju vrijednost prethodnog trgovinskog dana.	Privremena obustava trgovanja svim financijskim instrumentima na uređenom tržištu.	Zaštita ulagatelja
13.3.2020.	Zaštita zdravlja građana i svojih zaposlenika, ali i osiguravanje kontinuiteta svih poslovnih procesa te nesmetana i redovita komunikacija sa subjektima nadzora i ukupnom javnošću.		
19.3.2020.	Medijski natpisi o gubitcima mirovinskih fondova	Podsjećanje javnosti na strukturu mirovinskog sustava kapitalizirane štednje	Staviti naglasak na to kako su mirovinski fondovi dugoročni ulagači i da će utjecaj šokova biti neutraliziran u dugom roku.
23.3.2020.	Oslobađanje izdavatelja plaćanja naknade za cijelu 2020. godinu.		Doprinos olakšanju trenutne situacije i smanjenje troškova poslovanja.
26.3.2020.	Usvajanje odluke o isplati dividende iz zadržane dobiti društva OTP osiguranje d.d., Zagreb.	Zabrana isplate dividendi iz ostvarene dobiti do 30. travnja 2021. godine, svim osiguravajućim društvima u RH i Raiffeisen mirovinskom osiguravajućem društvu.	Stabilnije poslovanje osiguravajućih društava i održavanje stabilnosti financijskog sustava
26.3.2020.	Usklađivanje preporuka koje je 20. ožujka objavila EIOPA o fleksibilnosti nadzornih tijela vezanih uz rokove za nadzorno izvještavanje i javnu objavu. Usklađivanje preporuke EIOPA-e o postupcima za ublažavanje utjecaja korona virusa na sektor mirovinskog osiguranja.		Operativno rasterećenje društava za osiguranje i reosiguranje radi provođenja trenutno važnih aktivnosti. Stabilizacija nestabilnih financijskih tržišta.
27.3.2020.	Odluka o nepoduzimanju nadzornih mjera u slučaju kašnjenja s objavom financijskih izvještaja (revidirani godišnji izvještaj za prošlu godinu, tromjesečne izvještaje za prvo i drugo tromjesečje 2020. godine) za poslovnu godinu koja je završila 31.12.2019., ali mora se detaljno obavijestiti HANFA i javnost o razlozima kašnjenja.		
2.4.2020.	Odluka o osnivanju Fonda za stabilnost, UCITS fonda od strane OTP invest d.o.o. za upravljanje fondovima.		Zajedničko ulaganje prikupljene imovine s

		ciljem pružanja dodatne likvidnosti na obvezničkom tržištu RH.
24.4.2020.	Preporuke društvima za osiguranje (nastavljanje obavještanja potrošača o izvanrednim okolnostima, unapređivanje digitalnih mogućnosti, ne poduzimanje prisilne naplate premije osiguranja za redovite platiše, toleriranje kašnjenja po osnovi ugovorenih zajmova i predujmova vezanih uz police životnih osiguranja.	Održavanje kontinuiteta poslovanja u svim ključnim poslovnim procesima.
13.5.2020.	Dodatne preporuke leasing društvima, nastavno na preporuke od 30.3. kada se preporučilo nepoduzimanje mjera prisilne naplate. Dodatne mjere uključuju mogućnost ugovaranja moratorija na razdoblje duže od 3 mjeseca, prestanak naplaćivanja obračunatih kamata u razdoblju moratorija, obustava svih postupaka prisilne naplate tijekom trajanja moratorija za ranije uredne korisnike, neobračunavanje i naplata zateznih kamata za korisnike kojima je odobrena odgoda plaćanja.	Stabilizacija tržišta leasinga, ali i ukupnog financijskog sustava.

Izvor: Izrada autora prema podacima sa stranice HANFA-e

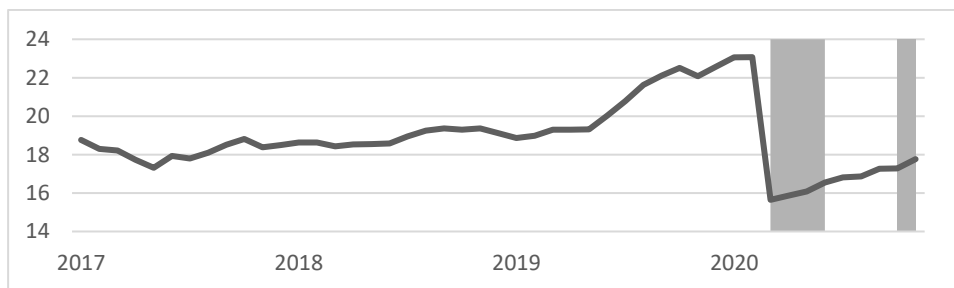
4.2. Utjecaj korona-krize na povjerenje ulagača i tržište investicijskih fondova

Pojava koronavirusa dovela je do usporavanja globalnog rasta na svim tržištima, a tako i u Hrvatskoj. Postojala je neizvjesnost jer se ulagači nikada nisu susreli s ovakvom situacijom na tržištu, zbog toga se očekivala pojačana volatilnost na tržištima i reakcije centralnih banaka u vidu popuštanja monetarnih politika. Kako su svakodnevno pristizale nove informacije o širenju virusa, investitori na obvezničkim tržištima su se sklanjali u sigurnije oblike imovine i istovremeno smanjivali izloženost rizičnijoj imovini. Jednako je reagirao i dio investitora koji ulažu prvenstveno u dionice, zbog panike na dioničkom tržištu odlučili su se više ulagati u obveznička tržišta. Brojni ulagači su prodavali svoje dionice ne pitajući za cijenu, dok je nekolicina investitora prodavala dio dionica koje su bile u plusu. Investitori su odlučili ignorirati poslovne rezultate kompanija čije su dionice posjedovali i svoje su odluke temeljili na događajima s inozemnih tržišta. Iako je došlo do pada cijena dionica na Zagrebačkoj burzi, promet je rastao jer su pojedini dugoročni investitori odlučili kupovati dionice po nižim cijenama. Djelovanjem brojnih monetarnih i fiskalnih mjera, ali i ublažavanjem pandemije, u brojnim zemljama došlo je do oporavka na financijskom tržištu jer je dio investitora vjerovao kako trenutne cjenovne razine uključuju i najnegativnija očekivanja vezana uz utjecaj korona-krize na ekonomiju. Kako je dolazilo do ukidanja mjera donesenih ne bi li se suzbila pandemija tako se i gospodarstvo oporavljalo, a to je djelovalo ohrabrujuće na investitore na financijskim tržištima (PBZ Invest, 2020).

Utjecaj koronavirusa na povjerenje ulagača i tržište investicijskih fondova, vidljiv je i preko kretanja ukupne neto vrijednosti imovine (NAV) svih otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom (UCITS fondovi) u RH. Na dan kada se kriza vezana s koronavirusom u Europi pogoršala, 21. veljače 2020., ukupna neto vrijednost imovine (NAV) svih otvorenih

investicijskih fondova s javnom ponudom (UCITS fondovi) iznosila je 23,8 milijardi kuna. Nakon toga i tijekom cijelog ožujka, ukupna neto vrijednost UCITS fondova se kontinuirano smanjuje te je 24. ožujka iznosila 16 milijardi kuna i to je pad od 7,8 milijardi (-32,5%) u odnosu na početak korona-krize. Predsjednik Upravnog vijeća HANFA-e, Ante Žigman, gostujući u studiju N1 televizije osvrnuo se na volatilnost tržišta kapital i smanjenje vrijednosti imovine investicijskih fondova koja je smanjena na oko 16 milijardi kuna. Izjavio je kako su svi fondovi bili u potpunosti likvidni i da su građani mogli doći do svojih sredstava, također je rekao da je došlo do ponovnog ulaganja u fondove (HANFA, 2020). Tako je povratio poljuljano povjerenje na tržištu investicijskih fondova. Razlozi ovog pada povezani su s utjecajem koronavirusa na financijska tržišta, kada se NAV smanjio zbog povećanog otkupa udjela u iznosu 6,7 milijardi kuna i zbog pada vrijednosti imovine u koju su ulagali fondovi za dodatnih 1,1 milijardi kuna. Prema tome najveći utjecaj je imao otkup udjela konzervativnih ulagatelja koji nisu bili spremni na veći rizik, dok je manji dio bio uzrokovan promjenom vrijednosti imovine u koju se ulagalo. Iako je vraćeno povjerenje u tržište, krajem ožujka ukupna neto vrijednost je pala na 15,65 milijardi kuna. U travnju je došlo do blagog rasta ukupne neto vrijednosti za 1,4%, te je ona na kraju mjeseca dosegla razinu od 15,87 milijardi kuna. Rast je nastavljen do kraja godine te je u studenom ukupna neto imovina dosegla razinu od 17,76 milijardi kuna. Kretanje ukupne neto vrijednosti imovine UCITS fondova vidljivo je u Grafikonu 13., koji se nalazi u nastavku.

Grafikon 12. Neto imovina UCITS fondova (u mlrd. HRK)



Napomena: Sivo područje označava razdoblje u kojem se kriza vezana uz koronavirus u Europi pogoršala

Izvor: Izrada autora prema podacima sa mrežne stranice HANFA-e

Grafikon 13. Neto imovina UCITS fondova po vrstama (u mlrd. HRK)



Napomena: Sivo područje označava razdoblje u kojem se kriza vezana uz koronavirus u Europi pogoršala

Izvor: Izrada autora prema podacima sa mrežne stranice HANFA-e

Gledajući UCITS fondove po kategorijama fondova i utjecaj koronavirusa na njih, može se zaključiti da su različito reagirali na korona-krizu. U nekom trenutku je svima pala neto vrijednost, ali su neki uspjeli veljaču završiti s rastom NAV-a. Dionički fondovi su veljaču završili s NAV-om u iznosu oko 1,67 milijardi kuna, što je pad u odnosu na siječanj (posljednji mjesec koji nije bio pod utjecajem koronavirusa) kada je NAV iznosio oko 1,87 milijardi kuna (pad vrijednosti od 10,7%). U sljedećem mjesecu je nastavljen pad neto vrijednosti ovih fondova, te su oni završili ožujak s vrijednošću NAV-a oko 1,29 milijardi kuna (pad vrijednosti od 22,8%). U travnju je došlo do oporavka neto vrijednosti ovih fondova, neto vrijednost je porasla za 9,5% u odnosu na mjesec prije i iznosila je oko 1,4 milijarde kuna. Rast je nastavljen i u sljedećim mjesecima te je studenom dosegnuta vrijednost oko 1,62 milijardi kuna.

Mješoviti fondovi su veljaču završili s NAV-om u iznosu oko 970 milijuna kuna, što je pad u odnosu na siječanj kada je NAV iznosio oko 1,02 milijardi kuna (pad vrijednosti od 5,3%). U sljedećem mjesecu je nastavljen pad neto vrijednosti fondova, te su oni završili ožujak s vrijednošću NAV-a oko 769 milijuna kuna (pad vrijednosti od 20,7%). U travnju je došlo do oporavka neto vrijednosti ovih fondova, neto vrijednost je porasla za oko 4% u odnosu na mjesec prije i iznosila je oko 798 milijuna kuna. Rast je nastavljen i u sljedećim mjesecima te je u studenom dosegnuta vrijednost oko 921 milijun kuna.

Napajajući fondovi su veljaču završili s NAV-om u iznosu oko 17,8 milijuna kuna, što je pad u odnosu na siječanj kada je NAV iznosio oko 18,3 milijuna kuna (pad vrijednosti od 2,3%). U sljedećem mjesecu je nastavljen pad neto vrijednosti fondova, te su oni završili ožujak s vrijednošću NAV-a oko 16,5 milijuna kuna (pad vrijednosti od 7,7%). U travnju je došlo do oporavka neto vrijednosti ovih fondova, neto vrijednost je porasla za 16,4% u odnosu na mjesec

prije i iznosila je oko 19 milijuna kuna. Rast je nastavljen i u sljedećim mjesecima te je u studenom dosegnuta vrijednost oko 43,48 milijuna kuna.

Novčani fondovi su veljaču završili s rastom neto vrijednosti, a to je primarno rezultat novih ulazaka/uplata u fond. Veljaču su završili s NAV-om u iznosu oko 8 milijuna kuna, što je rast u odnosu na siječanj kada je NAV iznosio oko 6,8 milijuna kuna (rast vrijednosti od 19,4%). U sljedećem mjesecu došlo je do pada neto vrijednosti ovih fondova, te su oni završili ožujak s vrijednošću NAV-a oko 6,8 milijuna kuna (pad vrijednosti od 16,3%). U travnju je nastavljen pad neto vrijednosti ovih fondova, neto vrijednost ovih fondova iznosila je oko 5,3 milijuna kuna (pad vrijednosti od 22%). U svibnju je došlo do oporavka ovih fondova te su oni dosegli razinu od 6,6 milijuna kuna, a u lipnju je ponovno došlo do pada vrijednosti ovih fondova kada je vrijednost iznosila oko 5,3 milijuna kuna. Fluktuacija je nastavljena do kraja godine kada je vrijednost novčanih fondova iznosila oko 4,91 milijun kuna.

Obveznički fondovi su veljaču završili s rastom neto vrijednosti te je NAV iznosio oko 18,9 milijardi kuna, što je rast u odnosu na siječanj kada je iznosio oko 18,7 milijardi kuna (rast vrijednosti od 1,3%). U sljedećem mjesecu je došlo do najvećeg pada neto vrijednosti fondova, obveznički fondovi su ožujak završili s neto vrijednošću oko 12,4 milijarde kuna (pad vrijednosti od 34,6%). U travnju je došlo do blagog oporavka neto vrijednosti ovih fondova i ona je ostala skoro nepromijenjena (rast vrijednosti za oko 0,2%). Rast je nastavljen i u sljedećim mjesecima te je u studenom dosegnuta vrijednost oko 13,76 milijardi kuna.

Neto vrijednost ostalih fondova porasla je za 24 milijuna kuna i iznosila je 1,5 milijardi kuna (rast vrijednosti od 1,7%) u veljači u odnosu na siječanj. U sljedećem mjesecu došlo je do pada neto vrijednosti ovih fonda, ostali fondovi su ožujak završili s neto vrijednošću oko 1,2 milijarde kuna (pad vrijednosti od 19,2%). U travnju je došlo do oporavka neto vrijednosti ovih fondova te je ona iznosila oko 1,3 milijarde kuna (rast vrijednosti od 4,3%). Rast je nastavljen u sljedećim mjesecima te je u studenom dosegnuta vrijednost oko 1,41 milijardi kuna.

5. ZAKLJUČAK

Financijski sustav predstavlja najstrože reguliran sustav unutar gospodarstva, a razvijenost financijskog sustava determinirana je kvalitetom i brojnošću financijskih posrednika koji djeluju na financijskim tržištima. Primarna funkcija svakog financijskog sustava je mobilizacija novčanih sredstava od novčano suficitarnih sektora (primarno stanovništvo) i usmjeravanje istih ka novčano deficitarnim sektorima (primarno poduzeća), koja će ta sredstva iskoristiti za produktivna ulaganja. Financijski sustavi u kojima dominiraju banke nazivaju se

bankocentričnim financijskim sustavima i oni su karakteristični za zemlje Europe te Japana. Tržišnocentrični financijski sustavi oslanjaju se na nebankovne financijske institucije i financiranje putem tržišta kapitala, ovi financijski sustavi su karakteristični za SAD i Ujedinjeno Kraljevstvo. Financijski sustav bez obzira na vrstu počiva na povjerenju i bez međusobnoga povjerenja između sudionika bilo bi otežano funkcioniranje istoga.

Povjerenje igra važnu ulogu u svakodnevnom životu jer osobe moraju vjerovati kako će druga strana postupiti onako kako oni očekuju. Osobe postaju svjesne važnosti povjerenja tek kada je ono narušeno ili nedostaje, a do toga trenutka povjerenje je uzimano „zdravo za gotovo“ ne vodeći računa da bi ono moglo biti narušeno. Uobičajena podjela povjerenja je na kognitivno, proizlazi iz racionalnih odluka unutar ekonomije (osoba kojoj je dato povjerenje, biti će pouzdana i poštena u onome što radi), i afektivno (temelji se na emocijama i naglašava važnost brige o najboljim interesima osobe koja pruža povjerenje drugoj strani). Kognitivno povjerenje se smatra umjetnim jer se može poboljšati kroz ugovore, nadzor i regulaciju, dok se afektivno povjerenje smatra kvalitetnijim jer se temelji na žrtvama i suradnji. Povjerenje se može izgraditi na temelju prošlih iskustava (pozitivna ili negativna iskustva), ali i na temelju reputacije druge strane. Pozitivna iskustva i pozitivna reputacija pomažu izgradnji kvalitetnog i dugoročnog povjerenja, a negativna iskustva i negativna reputacija dovode do nepovjerenja prema drugoj strani. Povjerenje je potrebno izmjeriti kako bi se znalo treba li ulagati u rast povjerenja ili u održavanje iste razine. Mjerenje povjerenja se može podijeliti na direktno mjerenje, gdje ispitanici samostalno iznose svoje odgovore vezane uz povjerenje (npr. anketni upitnici), i na indirektno mjerenje, gdje istraživači promatraju odluke i ponašanje pojedinaca (laboratorijski eksperimenti ili promatranje ispitanika u svakodnevnom životu).

Financijska tržišta funkcioniraju zahvaljujući tri razine povjerenja, a to su: povjerenje u financijski sustav, povjerenje u financijske institucije i povjerenje u osobe koje rade unutar tih institucija. Važno je izgraditi kvalitetno i snažno povjerenje u sve tri prethodno navedene razine povjerenja jer uslijed poremećaja ili šoka unutar financijskog sustava, nepovjerenje prema samo jednoj razini može smanjiti povjerenje i prema ostalima. Održavanje visoke razine povjerenja unutar financijskog sustava važno je i zbog toga što se radi o pružanju usluga koje se temelje na novcu, a osoba dajući svoja sredstva drugoj strani mora imati bar minimalnu razinu povjerenja da novac neće „nestati“. Kako bi se to postiglo važno je održavati financijsku stabilnost i kreirati zaštitne mehanizme koji će služiti očuvanju povjerenja. Najvažniji zaštitni mehanizmi su osiguranje depozita (omogućava isplatu depozita klijentima banaka koje se nalaze u problemima ili su u stečaju) i prisutnost „posljednjeg utočišta“ od strane središnje

banke (SB pomaže bankama koje imaju likvidnosne probleme, ali su i dalje solventne). Nedostatak zaštitnih mehanizama je pojava moralnog hazarda iz razloga što se sudionici unutar financijskih sustava previše „opuste“ jer znaju da će mehanizmi pomoći u slučaju pojave poremećaja. Stoga je potrebno ulagati u nadzor i regulaciju financijskih institucija, kako one ne bi ulazili u rizične poslove, ali i poticati financijsku uključenost klijenata. Dodatno, potrebno je ulagati u razvoj kvalitetne financijske edukacije i zaštite potrošača, kako bi stanovništvo imalo sva potrebna znanja za donošenje ispravnih financijskih odluka. Poremećaji i nestabilnosti unutar financijskog sustava djeluju negativno na povjerenje zato što financijske krize stvaraju neizvjesnost kod sudionika o budućim događanjima. Snažan pad povjerenje dogodio se tijekom i nakon financijske krize koja je započela 2008. godine, a koja je imala snažan utjecaj na pad unutar gospodarstava svih zemalja. Povjerenje unutar financijskih institucija bilo je snažno narušeno jer su glavni krivci te krize bili zaposlenici brojnih financijskih institucija. Oporavak zemalja je ovisio o razvijenosti financijskih sustava i sposobnosti zemalja da povrate izgubljeno povjerenje sudionika.

Analizirajući podatke o razinama povjerenja unutar promatranih razvijenih zemalja, može se zaključiti kako one imaju nešto niže razine povjerenja od zemalja u razvoju. Razlog je što se najčešće radi o strogo reguliranim financijskim sustavima, gdje postoji određeno nepovjerenje prema financijskim institucijama čiji su postupci iz prošlosti i doveli do snažnije regulacije. Zemlje u razvoju imaju nešto više razine povjerenja jer se najčešće radi o financijskim sustavima koji se još razvijaju i stalno ulažu u napredak ne bi li tako pomogli u stvaranju većega povjerenja. Povjerenje unutar promatranih zemalja, ali i ostatka svijeta, narušeno je pojavom pandemije koronavirusa koja je dovela do novih nesigurnosti unutar gospodarstva svih zemalja. Zemlje su morale spriječiti širenje pandemije te su zbog toga morale zamrznuti sve društvene i ekonomske aktivnosti, a tako je usporen rast gospodarstava. Kako bi vratile narušeno povjerenje i oživjeli ekonomiju, zemlje su donijele planove spašavanja koji će pomoći bržem oporavku.

Hrvatski financijski sustav kao i svi financijski sustavi počiva na povjerenju. Specifičnost hrvatskog financijskog sustava je činjenica da vlada veće povjerenje u devize, nego u vlastitu valutu. Zbog toga stanovnici već godinama više štede i uzimaju kredite u eurima, ali i to se mijenja te kuna postaje sve poželjnija kao oblik štednje i financiranja potreba. Kroz svoju povijest financijski sustav je doživio brojne šokove, koji su narušili povjerenje sudionika, ali snažne reakcije nadzornih institucija pomogle su u vraćanju izgubljenog povjerenja. Najsnažniji pad povjerenja bio je nakon krize 2008. godine. Izlaskom iz krize, povjerenje unutar financijskoga sustava je raslo uz kratak pad, nakon što je izbila afera Agrokor sve do 2020.

godine kada je izbila pandemija koronavirusa. Pandemija koronavirusa imala je snažan negativan učinak na hrvatsko gospodarstvo, a dovela je i do nesigurnosti unutar financijskog sustava te je rezultat toga bio povećan promet na financijskim tržištima u RH. Ulagачi su se željeli riješiti rizičnih ulaganja i preseliti svoja sredstva u nešto sigurnija ulaganja, a kao rezultat toga dionički indeksi su doživjeli snažan pad vrijednosti. Kako bi pomogle ekonomiji i financijskom sustavu, nadzorne institucije (HNB i HANFA) donijele su brojne mjere kojima je vraćeno izgubljeno povjerenje. Osim na financijski sustav, pandemija je imala i negativan makroekonomski utjecaj na cjelokupno gospodarstvo čiji će se efekti osjećati još neko vrijeme.

LITERATURA

- Aleksić, G. (2013) „Slučaj Franak“. [Mrežno] Dostupno na: <https://udrugafanak.hr/slucaj-franak-sazetak/> [3. srpnja 2020.]
- Algan, Y. i Cahuc, P. (2013) Trust, Growth and Well-being: New Evidence and Policy Implications. U: P. Aghion i S. Durlauf, ur. Handbook of Economic Growth. 1 ur. s.l.:Elsevier, str. 49-120.
- Arner, D., Barberis, J. i Buckley, R. (2016) The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm. Georgetown Journal of International Law, Izdanje 47., str. 1721-1319.
- Arrow, K. J. (1972) Gifts and Exchanges. Philosophy i Public Affairs, 1(4), str. 343-362.
- Atinc, T. M. i dr. (2005) World development report 2006 : equity and development. 1 ur. Washington: Svjetska banka i Oxford University Press.
- Baier, A. (1986) Trust and Antitrust. Ethics, Svezak 96, str. 231-260.
- Bauer, P. C. i Freitag, M. (2016) Measuring Trust. U: E. M. Uslander, ur. The Oxford Handbook of Social and Political Trust. s.l.:Oxford University Press.
- Ben-Ner, A. i Putterman, L. (2001) Trusting and Trustworthiness. Boston University Law Review, str. 523-551.
- Benston, G., 1998. Regulating financial markets: a Critique and Some Proposals. Hobart Paper No. 13.
- Berg, J., Dickhaut, J. i McCabe, K. (1995) Trust, Reciprocity, and Social History. Games and Economic Behavior, 10(1), str. 122-142..
- Bukovšak, M., 2006. Anketa pouzdanja potrošača u Hrvatskoj, Zagreb: Hrvatska narodna banka.
- Capie, F. (2016) Trust, Financial Regulation, and Growth. Australian Economic History Review, Ožujak, 56(1).
- Colombo, R. J. (2010) The Role of Trust in Financial Regulation. Svezak 55, str. 577-601.
- Consumers International, 2013. In search of good practices in financial consumer protection, s.l.: an.
- Crockett, A. D., 1997. Why Is Financial Stability a goal of public policy?. Economic Review, Svezak 82, pp. 5-22.
- Cruciani, C. & Rigoni, U., 2017. Trust and financial literacy; Substitutes or complements?. Quaderni di Finanza CONSOB, pp. 139-143.
- de Jager, C. (2017) A Question of Trust: the Pursuit of Consumer Trust in the Financial Sector by Means of EU Legislation. Svezak 40, str. 25.
- de Serres, A. K. S. T. S. a. V. L., 2006. Regulation of financial systems and economic growth. Economics Department Working Paper No. 506.
- Dent, G. W. (2002) Lawyers and Trust in Business Alliances. Business Lawyer - BUS LAWYER, Studeni, Svezak 58, str. 45-82.

Devlin, J. F., Ennew, C. T., Sekhon, H. S. i Roy, S. K. (2015) Trust in financial services: Retrospect and prospect. *Journal of Financial Services Marketing*, str. 234-245.

Hrvatska narodna banka (2015) *O nama: HNB*. <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/uloga> (posjećeno 11.6.2020.)

Edelman (2012) 2012 Edelman trust Barometar: U.S. Financial services and Banking industries, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2013) 2013 Edelman trust Barometar: Financial services industry findings, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2014) 2014 Edelman trust Barometar: Financial services industry results, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2015) 2015 Edelman trust Barometar: Financial services, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2016) 2016 Edelman trust Barometar: Financial services, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2017) 2017 Edelman trust Barometar: Financial services, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2018) 2018 Edelman trust Barometar: Financial services Edition, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2019) 2019 Edelman trust Barometar: Financial services, s.l.: Edelman Intelligence.

Edelman (2020) 2020 Edelman Trust Barometar, s.l.: Edelman Intelligence.

Ennew, C. i Sekhon, H. (2007) Measuring trust in financial services: the Trust Index. *Consumer Policy Review*, Siječanj, str. 62-68.

Europska središnja banka (2016) The layers of the global financial safety net: taking stock. *ECB Economic Bulletin*, str. 36-52.

Evans, D. S. & Wright, J. D., 2010. The effect of the consumer financial protection agency act of 2009. *Loyola Consumer Law Review*, 22(3), pp. 277-335.

Falk, A. i dr. (2015) *The Nature and Predictive Power of Preferences: Global Evidence*, Bonn: IZA Discussion Paper.

Fehr, E. (2009) On The Economics and Biology of Trust. *Journal of the European Economic Association*, Svezak 7, str. 235-266.

Fukuyama, F. (1995) *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. New York: Simon and Schuster.

Glaeser, E. L., Laibson, D. I., Scheinkman, J. A. & Soutter, C. L., 2000. Measuring Trust. *Journal of Economics*, pp. 811-846.

Gregurek, M. i Vidaković, N. (2011) Bankarske krize u Hrvatskoj kao problem reputacijskog rizika. U: *Bankarsko poslovanje*. Zagreb: RRiF plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb, str. 357-358.

HANFA (2018) *O nama: HANFA*. <https://www.hanfa.hr/o-nama/> (posjećeno 11.6.2020.)

HANFA (2020) *Upozorenja: COVID 19*. <https://www.hanfa.hr/upozorenja-hanfe/covid-19/> (posjećeno 15.6.2020.)

Helliwell, J. F. i Wang, S. (2010) Trust and well-being, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Hill, C. A. i O'Hara, E. A. (2006) A Cognitive Theory of Trust. Washington University Law Review, str. 1751-1752.

Hrvatska narodna banka (2006) Bilten o bankama 12., Zagreb: Hrvatska narodna banka, Direkcija za izdavačku djelatnost.

Hrvatska narodna banka (2015) Bilten o bankama 28. <https://www.hnb.hr/documents/20182/623991/hbilten-o-bankama-28.pdf/dd31c773-9618-4284-b834-c6c153c830b5> (posjećeno 3.7.2020.)

Hrvatska narodna banka (2015) Izvješće o problematici zaduženosti građana kreditima u švicarskim francima i prijedlozima mjera za olakšavanje položaja dužnika u švicarskim francima na temelju zaključka Odbora za financije i državni proračun Hrvatskog sabora, Zagreb: an.

Hrvatska narodna banka (2015) O nama: HNB. <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/uloga> (posjećeno 11.6.2020.)

Hrvatska narodna banka (2016) Metodologija: Tablica J5 Indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača. <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-pouzdanja> (posjećeno 27. lipnja 2020.)

Hrvatska narodna banka (2019) Temeljne funkcije: Osnove i ciljevi. <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/supervizija/osnove-i-ciljevi> (posjećeno 30.6.2020.)

Hrvatski sabor (2015) Zakon o izmjeni i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju. Narodne novine, Izdanje NN 102/2015 .

Jankov, L. (2000) Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice, s.l.: Hrvatska narodna banka.

Jones, G. R. i George, J. M. (1998) The Experience and Evolution of Trust: Implications for Cooperation and Teamwork. The Academy of Management Review, Srpanj, 23(3), str. 531-546.

Lane, C. i Bachmann, R. (1998) Trust Within and Between Organizations : Conceptual Issues and Empirical Applications. Oxford: Oxford University Press.

laneda, O., Brewer III, E. i Evanoff, D. D. (2001) The financial safety net: Costs, benefits, and implications, Chicago: The Federal Reserve Bank of Chicago.

Lazzarini, S. (2004) Order with Some Law: Complementarity versus Substitution of Formal and Informal Arrangements. Journal of Law, Economics and Organization, Listopad, Svezak 20, str. 261-298.

Luhman, N. (1979) Trust and Power. 18. ur. Chichester: Wiley.

Lusardi, A. i Mitchell, O. S. (2014) The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence. Journal of Economic Literature, 52(1), str. 5-44.

Melecky, M. & Rutledge, S., 2011. Financial consumer protection and the global financial crisis. Munich Personal RePEc Archive, pp. 1-21.

- Ministarstvo financija Porezna Uprava (2020) Fiskalizacija u prometu gotovinom: Informacije iz sustava fiskalizacije. <https://www.porezna-uprava.hr/Dokumenti%20vijesti/CORONA%20-FISKALIZACIJA%20OBJAVA%2010%2008%202020.pdf> (posjećeno 11.8.2020.)
- Mitchell, L. (2001) The Importance of Being Trusted. Boston University Law Review, Svibanj, Svezak 81.
- Morrone, A., Tontoranelli, N. i Ranuzzi, G. (2009) How good is trust? Measuring trust and its role for the progress of societies, Pariz: OECD Publishing.
- Mosch, R. H. i Prast, H. M. (2008) Confidence and trust: empirical investigations for the Netherlands and the financial sector. DNB Occasional Studies 602, Netherlands Central Bank, Research Department, str. 1-65.
- Mülbert, P. i Sajnovits, A. (2017) The Element of Trust in Financial Markets Law. German Law Journal, Siječanj, str. 1-38.
- Nooteboom, B. (2006) Forms, sources and processes of trust. Handbook of Trust Research, str. 247-263.
- OECD (2017) OECD Guidelines on Measuring Trust, Pariz: OECD Publishing.
- PBZ Invest (2020) Izvještaji: Arhiva-Komentar tržišta. <https://www.pbzinvest.hr/hr/izvjestaji/komentari-fond-menadzera/za-fondove-206/arhiva-333/333> (posjećeno 19. lipnja 2020.)
- Putnam, R. D., Leonardi, R. i Nanetti, R. Y. (1993) Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy. Princeton: Princeton University Press.
- Rinehart, K. (2017) Banking on trust: Building trust to drive usage of financial services. <https://i2ifacility.org/insights/blog/banking-on-trust-building-trust-to-drive-usage-of-financial-services?entity=blog> (posjećeno 15. prosinca 2019.)
- Rutledge, L., 2010. Consumer protection and financial literacy: lessons from nine country studies. Working Paper No. 5326.
- Sako, M. (1998) Does Trust Improve Business Performance?. str. 4-5.
- Schich, S. (2008) Financial Crisis: Deposit Insurance and Related Financial Safety Net Aspects. OECD Journal: Financial Market Trends.
- Simpson, B. i Eriksson, K. (2009) The dynamics of contracts and generalized trustworthiness. Rationality and Society, 21(1), str. 59-80.
- Sitkin, S. B. i Roth, N. L. (1993) Explaining the Limited Effectiveness of Legalistic "Remedies" for Trust/ Distrust. Organization Science, Kolovoz, 4(3), str. 367-392.
- Stojanović, A., Pavković, A. i Krišto, J. (2014) Upravljanje institucionalnim investitorima, pomoćni materijal za izučavanje. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu Ekonomski Fakultet.
- Tomasic, R. i Akinbami, F. (2011) The Role of Trust in Maintaining the Resilience of Financial Markets. Journal of Corporate Law Studies, Svezak 11, str. 369-394.
- Tonkiss, F. (2009) Trust, confidence and economic crisis. Intereconomics, str. 196-202.

Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. (2020) O Tržištu novca d.d. <http://www.trzistenovca.hr/Home/SysHtmlPage?sistemskaInstancaPodatakaId=1> (posjećeno 14.6.2020.)

Vlada Republike Hrvatske (2008) Vlada: osigurana štednja sa 100 na 400 tisuća kuna. <https://vlada.gov.hr/vijesti/vlada-osigurana-stednja-sa-100-na-400-tisuca-kuna/8416> (posjećeno 3. srpnja 2020.)

Vlada Republike Hrvatske (2017) Prijedlog Zakona o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku, s konačnim prijedlogom zakona.

<https://vlada.gov.hr/UserDocsImages//2016/Sjednice/2017/03%20o%20C5%BEujak/28%20sjednica%20Vlade%20Republike%20Hrvatske//28%20-%201.pdf> (posjećeno 3.7.2020.)

Vlada Republike Hrvatske (2020) Mjere za pokretanje gospodarskih i drugih djelatnosti odvijat će se u tri faze. <https://vlada.gov.hr/vijesti/mjere-za-pokretanje-gospodarskih-i-drugih-djelatnosti-odvijat-ce-se-u-tri-faze/29298> (posjećeno 23.6. 2020.)

Vujčić, B. (2018) Hrvatska narodna banka: "Ne vidim izravnu vezu između situacije u Agrokoru i provođenja reformi" [Intervju] (5. siječnja 2018). <https://www.hnb.hr/-/ne-vidim-izravnu-vezu-izme-u-situacije-u-agrokoru-i-provo-enja-reformi> (posjećeno 3.7.2020.)

Wright, J. & Helland, E., 2011. The dramatic rise of consumer protection law. *The American Illness: Essays on the Rule of Law*, pp. 361-378.

Wright, J. & Zywicki, T., 2009. Three problematic truths about the consumer financial protection agency act of 2009. *George Mason University Law & Economics Research Paper Series No. 9-48*.