

Hrvoje Tadin¹

UDK 336.748.12

336.761

INFLACIJA KAO OGRANIČAVAJUĆI ELEMENT ZA RAZVOJ FINANCIJSKOG TRŽIŠTA KAPITALA

Sažetak

U radu se razmatra utjecaj inflacije na hrvatsko tržište kapitala. Hrvatsko tržište kapitala tek je u svom početnom razvoju, a visoka inflacija ima pogubni značaj za njegov daljnji razvoj i potencijalne investitore.

Posebno negativan značaj inflacija ima na tržištu obveznica jer je sadašnja inflacija veća od kamate koja se dobije na obveznice. Ulaganje u dionice u hrvatskim je uvjetima visokorizičan posao zbog male transparentnosti podataka pa se uz sadašnju visoku inflaciju može očekivati daljnje smanjenje ukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi što može dovesti do daljnjeg pada vrijednosti dionica.

Ključne riječi: tržište kapitala, inflacija, dionice, obveznice

JEL klasifikacija: E44, E31

Financijsko tržište

Financijska tržišta najčešće se dijele na tržišta kapitala i tržišta novca. Hrvatsko tržište kapitala koje se sastoji od obveznica i dionica predmet je ovoga članka.

¹ Mr.sc. Hrvoje Tadin, HIT A d.o.o., Zagreb

Tržište kapitala u Hrvatskoj uređeno je Zakonom o tržištu vrijednosnih papira (NN-84/02 – NN-138/06). Donesen je novi Zakon o tržištu kapitala i počinje se primjenjivati od 1.1.2009.

Suvremena tržišta kapitala na kojima se organizirano trguje imaju u gospodarstvu neke države glavni zadatak da prikupljaju štednju stanovništva i financijska sredstva poduzeća, organizacija i institucija. Uspješnost financijske ekonomije - tržišta kapitala u globaliziranom svijetu može imati odlučujući značaj za razvoj nacionalnog gospodarstva. Nerazvijenost financijskog tržišta kapitala za državu znači odricanje od mogućnosti dolaska do jeftinog kapitala i stalno povećanje svoje vanjske zaduženosti uz povećanje budžetskog deficita, što je hrvatski slučaj. U Hrvatskoj je posebno izražena sklonost poduzeća bankovno-kreditnom zaduživanju umjesto prikupljanju dioničarskog kapitala emisijama dionica.

Stanovništvo u svakoj državi može svoj novac ulagati u dionice, obveznice i fondove (investicijske, mirovinske, osiguravateljske). U zadnjih godinu dana došlo je do velikog ulaganja stanovništva u dionice i investicijske fondove pri čemu su ljudi očekivali da će im to donijeti velike prinose, što se u 2008. g. nije dogodilo.

U Hrvatskoj postoji samo jedna burza - Zagrebačka burza (ZB) - na kojoj se najviše trguje dionicama i obveznicama. Na Zagrebačkoj burzi ne kotiraju strane dionice pa ih investitori moraju sami, tj. preko brokerskih kuća, kupovati vani.

Struktura i tržišna vrijednost na tržištu kapitala može se vidjeti u tablici 1.

Tablica 1: Vrijednosni papiri u depozitoriju SDA

Vrsta vrijednosnog papira	Broj vrijednosnih papira	Izdana količina	Nominalna vrijednost	Tržišna vrijednost	Udjel %
Dionice	952	668.288.190,00	134.727.998.961,01	311.540.142.276,18	85,96
Obveznice	58	24.851.302.164,78	39.402.338.451,14	38.200.416.382,45	10,54
Zapisi	64	12.655.550.000,00	12.605.550.000,00	12.605.550.000,00	3,48
Ostali v.p.	2	61.131.247,00	61.131.247,00	81.075.134,46	0,02
Ukupno	1.077	38.236.271.601,78	186.797.018.659,15	362.427.183.793,09	100

Izvor: www.sda.hr – statistika – stanje 31.8.2008.

Statistički podaci iz SDA pokazuju da u Hrvatskoj dominiraju dionice koje predstavljaju 85,96% svih vrijednosnih papira. Međutim, ukupni broj dionica je malen jer ih ima samo 952. Obveznica je također relativno malo jer ih je izdano samo 58. Tržišna je kapitalizacija za sve dionice uzeta prema podacima na burzi za koje postoje podaci, a za dionice za koje nema podataka SDA je uzela nominalnu vrijednost.

Razvijena financijska tržišta omogućuju dioničkim društvima da za svoj investicijski razvoj brzo prikupljaju kapital prodajom svojih dionica ili obveznica domaćim i stranim investitorima.

Dioničko društvo dionice prodaje direktno dioničarima (krajnjim kupcima) putem javne ponude ili ih prodaje na financijskim tržištima - burzama.

Zagrebačka burza predstavlja organiziranog posrednika za obavljanje financijskih transakcija između prodavaoca i kupaca vrijednosnih papira/dionica i obveznica.

Na Zagrebačkoj burzi postoje različita tržišta/kotacije za dionička društva. Na službenom tržištu ili u prvoj kotaciji, dionička su društva ona koja udovoljavaju traženim uvjetima burze i trebala bi predstavljati najveću sigurnost ulaganja za svoje dioničare. Burza objavljuje sve podatke o njima, kao i njihova poslovna izvješća. Visina dividende i porast vrijednosti dionica za investitore ima odlučujući značaj za kupnju dionica na burzi.

Osim prve kotacije postoji i kotacija javnih dioničkih društava koja je zakonski bila utvrđena za dionička društva koja ispunjavaju uvjete. Na Zagrebačkoj burzi postoji redovno tržište, usporedno tržište, tržište prava i tržište dionica zatvorenih investicijskih fondova.

Na burzi su tokom 2006./2007. g. investitori ostvarili velike zarade na pojedinim dionicama i u javnim ponudama s kojima su mogli kupovati nove dionice ili ih prelići u potrošnju koja može inflatorno djelovati.

U Hrvatskoj je porez na dobit 20%, dok se porez na dividendu ne plaća. Kapitalna dobit ostvarena na dionicama nije oporeziva za stanovništvo.

U toku 2007. g. bilo je nekoliko uspješnih javnih ponuda dionica (IPO): INA, HT, Magma. Investitori su za njih pokazali veliki interes tako da je u Hrvatskoj došlo do popularizacije razvoja dioničarstva i povećanje ukupnog broja dioničara, fizičkih i pravnih osoba.

Međutim, u 2008. g. je, s obzirom na utjecaj financijske krize iz Sjedinjenih Američkih Država, i u Hrvatskoj došlo do pada gotovo svih vrijednosti dionica. Pad je u Hrvatskoj bio nešto veći nego u SAD-u i Europskoj uniji.

S obzirom na preneseni utjecaj financijske krize u 2008. g. i visoke inflacije u Hrvatskoj koja je prošla visinu od 8%, do sada nije bilo javnih ponuda dionica. Potencijalna dionička društva koja su najavila javne ponude za sada su, zbog visoke inflacije, vjerojatno odustala.

Utjecaj inflacije na financijskom tržištu možemo promatrati kroz analizu utjecaja na obveznice i dionice. Ulaganja u dionice i obveznice mogu imati karakter dugoročnih ulaganja za investitore ili mogu biti spekulativna kratkoročna ulaganja.

Utjecaj inflacije na financijsko tržište obveznica ima pogubni značaj sa stajališta investitora jer je inflacija veća od kamatne stope. Investitori se moraju odlučiti hoće li prodati svoje obveznice kako bi sačuvali vrijednost kapitala uloženog u njih. Može se očekivati i povećanje kamatne stope koja bi bila barem za 1% veća od inflacije. Zasad na hrvatskom financijskom tržištu nije bilo obveznica koje su davale kamatu veću od postojeće inflacije. Hrvatska se na domaćem financijskom tržištu zadužuje prodajom obveznica s niskim kamatnim stopama pa je teško očekivati prodaju novih emisija obveznica u sadašnjim inflatornim uvjetima.

Dioničko tržište doživljava kontinuirani pad u toku 2008. g., vjerojatno zbog straha od posljedica visoke hrvatske zaduženosti kao i zbog visoke inflacije. Razlozi pada mogu se nalaziti i u precjenjenosti pojedinih dionica s obzirom na njihove poslovne pokazatelje ili u nedovoljnoj zainteresiranosti stanovništva i poduzeća za kupovinu dionica uz mali prinos na dionice. Povjerenje investitora u burzu kao mogućnost za ostvarenje prihvatljive zarade na dionicama sve se više smanjuje. Novi investitori teško se odlučuju na kupnju dionica jer nisu u stanju procijeniti koliki bi prinos na dionice mogli ostvariti uz visinu nadolazeće inflacije u sljedećim godinama.

Posebno je nerazumljiva politika spuštanje tečaja kune prema euru kako bi se zaustavila/usporila inflacija. Smanjenjem tečaja otvara se prostor za povećanje deficita trgovinske bilance s inozemstvom uz daljnje smanjenje domaće proizvodnje.

Promatrano sa stajališta investitora, u uvjetima razvijenog financijskog tržišta korisno bi bilo ulagati u prvorazredne dionice na hrvatskom

tržištu. Vlasnički vrijednosni papiri/dionice uspješnih dioničkih društva predstavljaju kvalitetno ulaganje koje može donijeti solidan porast vrijednosti i prihvatljivu dividendu u dugoročnom razdoblju od pet do deset godina. Međutim, to od dioničkih društava zahtijeva potpunu transparentnost podataka za svoje dioničare i pridržavanje kodeksa korporativnog upravljanja koji su donijeli Zagrebačka burza i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Puna transparentnost podataka, uz pridržavanje kodeksa kada dođe do zaustavljanja inflacije, privući će nove ulagače u dionice i dovest će do porasta njihovih vrijednosti.

Međutim, kod nerazvijenog i malog tržišta dionica (što je hrvatski slučaj), ukoliko inflacija nastavi i dalje rasti do kraja 2008. g. i u 2009. g., moguće je očekivati daljnji pad vrijednosti dionica. Sinergetsko djelovanje inflacije, smanjenje tečaja i povećanje vanjskog duga moglo bi značiti daljnji pad zainteresiranosti stanovništva i poduzeća za ulaganje, što se obično nepovoljno odražava i na financijsko tržište kapitala.

Ako se dalje nastave dosadašnji mali dnevni promet na Zagrebačkoj burzi (između 30.000.000,00 - 40.000.000,00 kn) ne može se osigurati profitabilno poslovanje za brokerske kuće. U toj se situaciji može očekivati smanjenje brokerskih kuća koje neće biti u stanju pokriti troškove svog poslovanja. Može se očekivati da će to odgovarati bankama koje će polako preuzimati najveći dio tržišta kapitala.

Poslovanje dioničkih društava će, zbog visoke inflacije, biti će znatno lošije u 2008. g. nego 2007. g., što će vjerojatno značiti i znatno manju dobit pa u konačnici i manju dividendu po dionici za dioničare. Smanjenje dobiti može značiti i smanjenje tržišne vrijednosti dionica pojedinih dioničkih društava. Kako smanjenje dobiti u dioničkim društvima može značiti i donošenje odluke o prestanku ulaganja u nove razvojne projekte, to može dovesti i do smanjenja zaposlenosti u poduzećima.

Ulaganje u fondove u kojima se nalaze hrvatske dionice, obveznice ili kombinacija dionica i obveznica ima sve nedostatke koje smo naveli za obveznice i dionice. Kod ulaganja u fondove u uvjetima visoke inflacije rizik bi mogao biti nešto manji ili veći zavisno od toga kakvu odluku o izboru portfelja na temelju svoga znanja i iskustva donose fond menadžeri.

U odluci ulagati li na hrvatskom tržištu kapitala u dionice, obveznice ili fondove u uvjetima sadašnje inflacije ili se odlučiti za strana tržišta kapitala ključna je sigurnost ulaganja, prinos na kapital, kao i visina transakcijskih troškova.

Alternativa za investitore iz Hrvatske kupnja je eura, ulaganje u nekretnine ili ulaganje na financijska tržišta u Europskoj uniji gdje je inflacija u 2008. g. znatno manja nego u Hrvatskoj. Koju opciju ulaganja izabrati? Odluku o tome treba svaki investitor donijeti samostalno, na temelju prikupljenih raspoloživih informacija i korištenjem investicijskih savjetnika u brokerskim kućama.

Zaključna razmatranja

Hrvatsko tržište kapitala tek je u svom početnom razvoju zbog kojega visoka inflacija ima pogubni značaj za njegov daljnji razvoj i potencijalne investitore.

Posebno negativni značaj inflacija ima na tržištu obveznica jer je inflacija veća od kamate koja se dobije na obveznice.

Ulaganje u dionice u hrvatskim je uvjetima rizičan posao jer ne postoji puna transparentnost u skladu s načelima korporativnog upravljanja. Uz smanjenje vrijednosti dionica koje se dogodilo u zadnjih godinu dana, može se očekivati (uz sadašnju inflaciju) i smanjenje ukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi.

U uvjetima sadašnje visoke inflacije u Hrvatskoj, za očekivati je da će investitori svoja sredstva radije ulagati u kupnju eura ili na financijska tržišta kapitala u Europskoj uniji.

Summary

This paper deals with the influence of inflation on the Croatian capital market. The Croatian capital market is in the early stages of development and this is why high inflation can be fatal to its further development and also for potential investors.

Inflation is especially negative on the bond market because the current rate of inflation is higher than the interest rate on bonds. Investing into bonds in Croatian conditions is a high-risk venture because of

the low data transparency, so with the current high inflation, a further decrease in the total turnover on the Zagreb stock exchange can be expected, what can lead to a further fall in the value of shares.

Key words: capital market, inflation, shares, bonds

Literatura:

Van Horn J.C. 1993. *Financijsko upravljanje i politika*, Mate, Zagreb.

Meigs, Williams, Bettner, Haka. 2001. *Financial accounting*, McGraw-Hill, New York.

Čečuk A. 2002. *Financijska globalizacija*, Graf form, Split.

Cvjetičanin M. 2004. *Burzovno trgovanje*, Masmedia, Zagreb.

Šonje V. (urednik). 2005. *Veza koja nedostaje*, Arhianalitika, Zagreb.

Bebek S., Santini G. 2008. *Vodič za razumjevanje investiranja u financijsku imovinu*, Rifin, Zagreb.

Časopis Ekonomija – 14/2 /2008. *Inozemni dug Hrvatske*, Rifin, Zagreb.

www.hanfa.hr

www.sda.hr

www.zse.hr