

# UPRAVLJANJE KAPITALNIM RAČUNOM HRVATSKE I DUŽNIČKA KRIZA EVROPSKE MONETARNE UNIJE: PREISPITIVANJE

---

**Radošević, Dubravko**

*Source / Izvornik:* **Ekonomski pregled, 2012, 63, 127 - 161**

**Journal article, Published version**

**Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:213:994383>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-16**



*Repository / Repozitorij:*

[The Institute of Economics, Zagreb](#)

Dubravko Radošević\*

UDK 339.727.2(497.5)

JEL Classification E44, E58, F21, F32, F34, G15

Izvorni znanstveni članak

## UPRAVLJANJE KAPITALNIM RAČUNOM HRVATSKE I DUŽNIČKA KRIZA EVROPSKE MONETARNE UNIJE: PREISPITIVANJE\*\*

*Globalna financijska kriza promijenila je poglede na primjenu kapitalnih kontrola. Umjesto liberalizacije kapitalnih tokova s inozemstvom, sada se govori o upravljanju kapitalnim računom (engleski, „capital account management“ – CAM) i mjerama za reguliranje kapitalnih tokova (engleski, „capital flows measures“ – CFM). Upravljanje kapitalnim računom najčešće se povezuje sa većom kontrolom financijskog sustava, što se realizira primjenom tzv. makroprudencijalne politike centralnih banaka. Liberalizacija se mora uskladiti s jačom regulacijom i kontrolom financijskih tržišta, da bi se izbjegla nestabilnost financijskoga sustava u Hrvatskoj i mogućnost nastanka financijske krize. Preispitivanje ranije predložene strategije upravljanja kapitalnim računom Hrvatske, nalaže dužnička kriza u Evropskoj monetarnoj uniji, koja je posebice bila intenzivirana u razdoblju srpanj – prosinca 2011./siječnja 2012. godine i još uvijek nije riješena. Kriza prijeti prenošenjem iz Grčke na Španjolsku i Portugal, dok je Italija ponovno ušla u recesiju. Ulazak Hrvatske u EMU mogao bi se odvijati u tri faze, ali bitna razlika u odnosu na raniju strategiju jest prolongirana strategija konvergencije Hrvatske prema EMU, s obzirom na potrebu kasnijeg ulaska Hrvatske u prijelazni tečajni režim ERM-2.*

---

\* D. Radošević, dr. sc., znanstveni suradnik, Ekonomski institut Zagreb, (e-mail: [dradosevic@eizg.hr](mailto:dradosevic@eizg.hr)) i docent Sveučilišta u Zagrebu. Rad je primljen u uredništvo 16. ožujka 2012.

\*\* Ovaj rad je nastao kao rezultat istraživanja autora na Ekonomskom institutu Zagreb, u sklopu znanstvenog projekta „Makroekonomska konvergencija Republike Hrvatske Evropskoj uniji“ Ministarstva znanosti, obrazovanja i sporta Republike Hrvatske.

*Ključne riječi: kapitalne kontrole, kapitalni tokovi, financijska kriza, upravljanje kapitalnim računom, dužnička kriza eurozone, ERM-2, nominalna i realna konvergencija*

## Uvod

Predmet je ovoga istraživanja preispitivanje modela liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske s inozemstvom, kojeg smo ranije predložili (Radošević, 2010.a)<sup>1</sup>. Četiri su temeljna elementa zbog kojih valja spomenuto istraživanje ponovno preispitati: (1) novi teoretski pogledi na primjenu kapitalnih kontrola, u smislu drukčijeg shvaćanja uloge režima upravljanja kapitalnim računom, radi sprečavanja negativnih makroekonomskih posljedica nekontroliranih priljeva kapitala (primjerice: Bibow, 2011.); (2) dužnička kriza u EMU<sup>2</sup>, gdje se čak razmatraju scenariji mogućeg sloma monetarne unije (Cliffe, 2010.) ili izlaska pojedinih članica iz eurozone (Lapavitsas, 2011.); (3) produbljivanje ekonomske krize u Hrvatskoj; i, (4) problemi ulaska Hrvatske u ERM-2, odnosno poteškoće realne

---

<sup>1</sup> U našem ranijem istraživanju (Radošević, 2010.a) bila je predložena strategija liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske s inozemstvom, i to na osnovi posebne metodologije MMF-a i ocjene tadašnjeg stanja hrvatskog gospodarstva. U takvim okolnostima, strategija se temeljila na višefaznim politikama liberalizacije kapitalnog računa povezano sa nužnim reformama u financijskom sektoru Hrvatske. U spomenutoj strategiji predložili smo selektivnu i kontroliranu liberalizaciju pojedinih komponenti kapitalnog računa Hrvatske, uz gradualistički pristup, s obzirom na rizike preuranjene i neadekvatne liberalizacije na makroekonomsku stabilnost. Međutim, nova kretanja u dinamici dužničke krize eurozone, te produbljivanje ekonomske krize u Hrvatskoj, implicirali su potrebom da se ranije objavljeno istraživanje nadopuni novim priložima, zasnovanim na novim teoretskim doprinosima i novim okolnostima, koje bitno utječu na brzinu i redosljed liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske. Pri tome, u ovom novom istraživanju najvećim dijelom koristi se postojeća metodologija MMF-a, ali i nove empiričke studije i novi teoretski radovi o modalitetima upravljanja kapitalnim tokovima. Upravo zbog toga, ranije istraživanje i ovo, novo istraživanje predstavljaju cjelinu i treba ih koristiti u zajedničkom kontekstu, kao intergralni prilog znanstvenoj raspravi o eksternim reformama u Hrvatskoj, i konvergenciji Hrvatske prema Evropskoj monetarnoj uniji.

<sup>2</sup> Kriza eurozone posljedica je strukturnih problema Evropske monetarne unije: (a) neusklađenosti visokog stupnja monetarne integracije i niskog stupnja političke integracije; (b) nedovoljne koordiniranosti ekonomskih politika članica EU i EMU, jer se fiskalna politika vodi na nacionalnim razinama, dok je monetarna politika Evropske centralne banke zajednička, i vodi se na supranacionalnoj razini, što je omogućilo suboptimalni „policy mix“, vođenje restriktivne monetarne politike i ekspanzivnih fiskalnih politika (opširnije vidjeti u: de Grauwe, 2007.); te, (c) monetarna politika u okviru EMU vodi se na supranacionalnoj razini, dok je supervizija komercijalnih banaka ostala u nadležnosti nacionalnih centralnih banaka, što je omogućilo izostanak efikasne kontrole najvećih evropskih tzv. cross-border banaka, i tako omogućilo moralni hazard poslovnih banaka, te nastanak dužničke krize kod pojedinih članica EU i EMU.

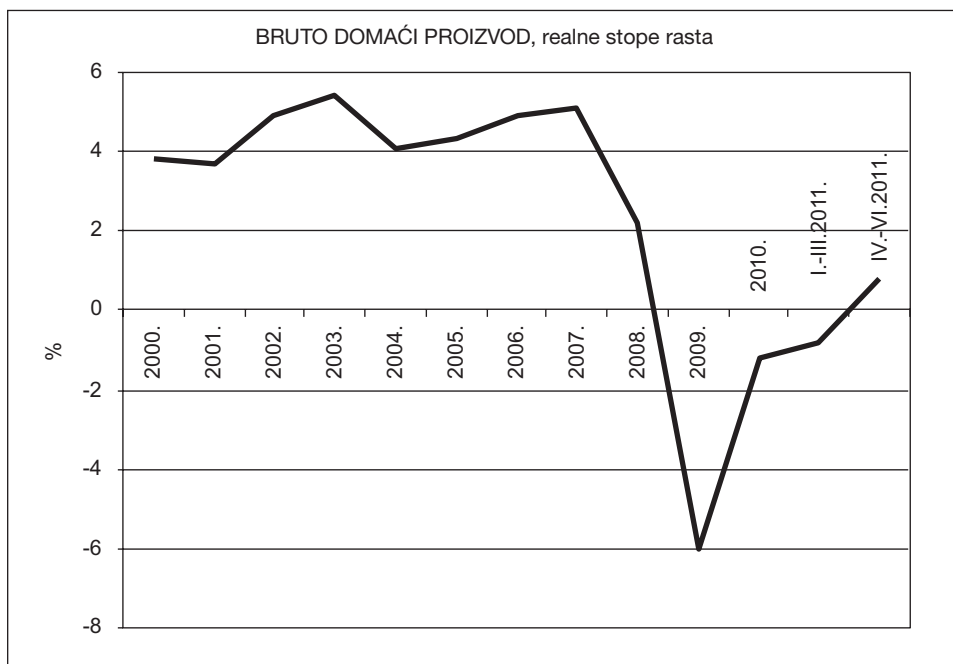
konvergencije u uvjetima recesije i primjene „zlatnog pravila financiranja“ u javnim financijama članica Evropske unije (EU, 2012.).

### Produbljivanje ekonomske krize u Hrvatskoj

Formuliranje operativnog plana liberalizacije kapitalnoga računa povezanog s liberalizacijom financijskoga sektora polazi od procjene makroekonomskih uvjeta koji prevladavaju u Hrvatskoj. Dijagnoza ekonomskoga stanja, tj. nova procjena makroekonomskih uvjeta i kretanja temeljnih makroekonomskih indikatora, ukratko se prikazuju kao pojednostavljene “stilizirane činjenice”, i to u slijedećim grafičkim prikazima:

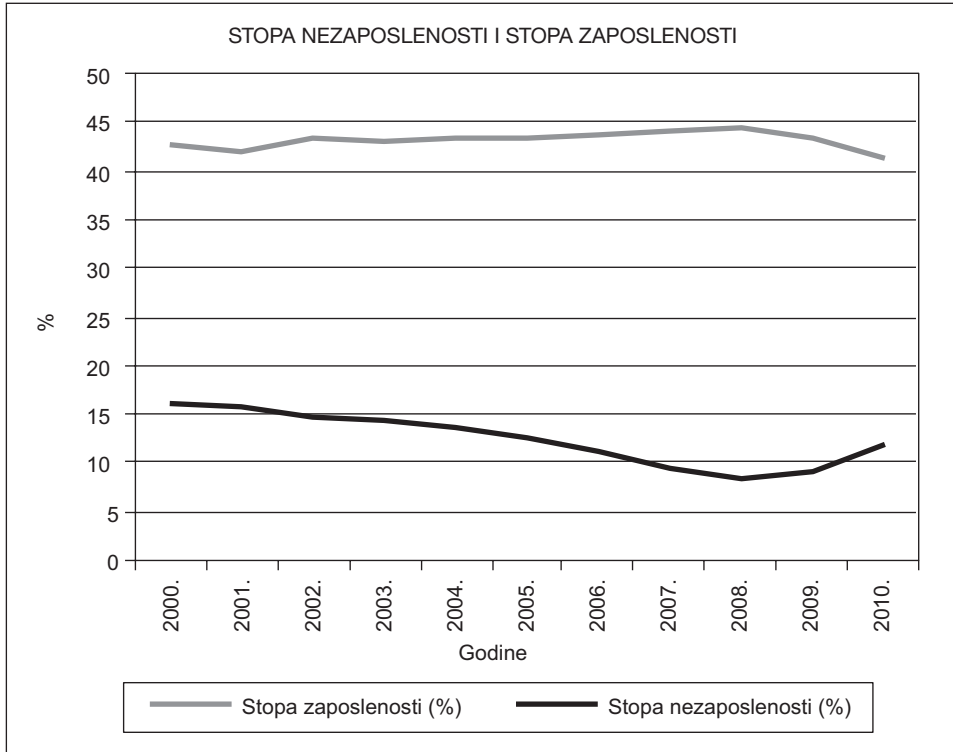
*Grafikon 1.*

EKONOMSKI RAST PRIJE KRIZE BIO JE BRZ, IAKO ISPOD POTENCIJALNE STOPE RASTA (IZNOSI OKO 5 %, PREMA ANALIZI MMF-A), ALI OD 2008. OSTVAREN JE SNAŽAN PAD STOPA RASTA



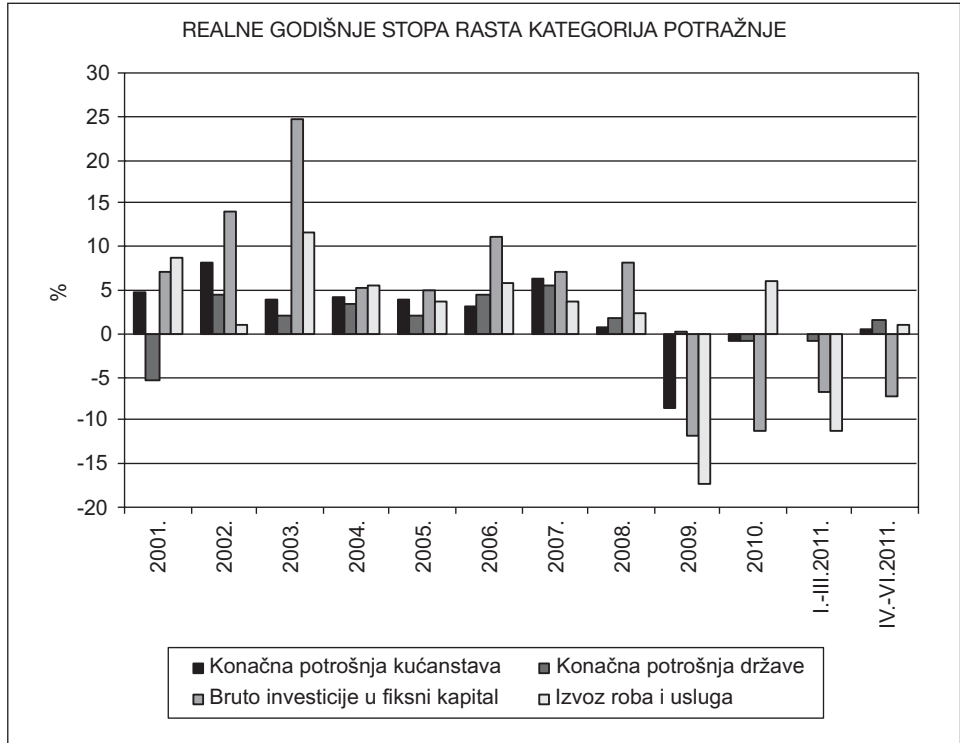
Grafikon 2.

EKONOMSKI RAST NIJE KREIRAO NOVA RADNA MJESTA,  
STOPA ZAPOSLENOSTI OSTALA NISKOM, DOK JE NAKON 2008.  
IZGUBLJENO PREKO 150.000 RADNIH MJESTA



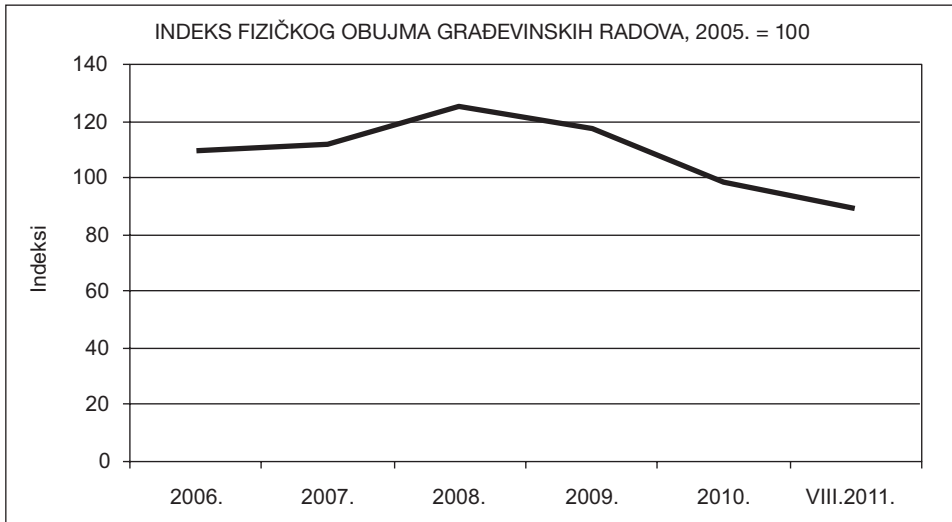
Grafikon 3.

OSNOVNI POKRETAČI RASTA EKONOMIJE SU OSOBNA I JAVNA POTROŠNJA, FINANCIRANI ZADUŽIVANJEM U INOZEMSTVU I UVOZOM



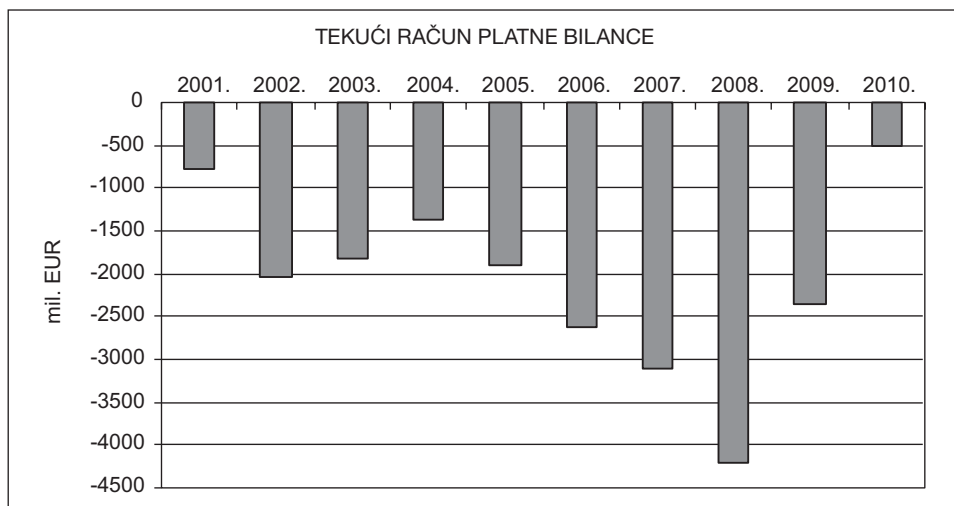
*Grafikon 4.*

GRAĐEVINARSTVO POSEBNO POGOĐENO KRIZOM,  
JER JE MODEL RASTA BIO ZASNOVAN NA EKSPANZIJI  
GRADITELJSTVA I PORASTU CIJENA U NON-TRADABLE  
SEKTORU NEKRETNINA („NEKRETNINSKI BALON“)



*Grafikon 5.*

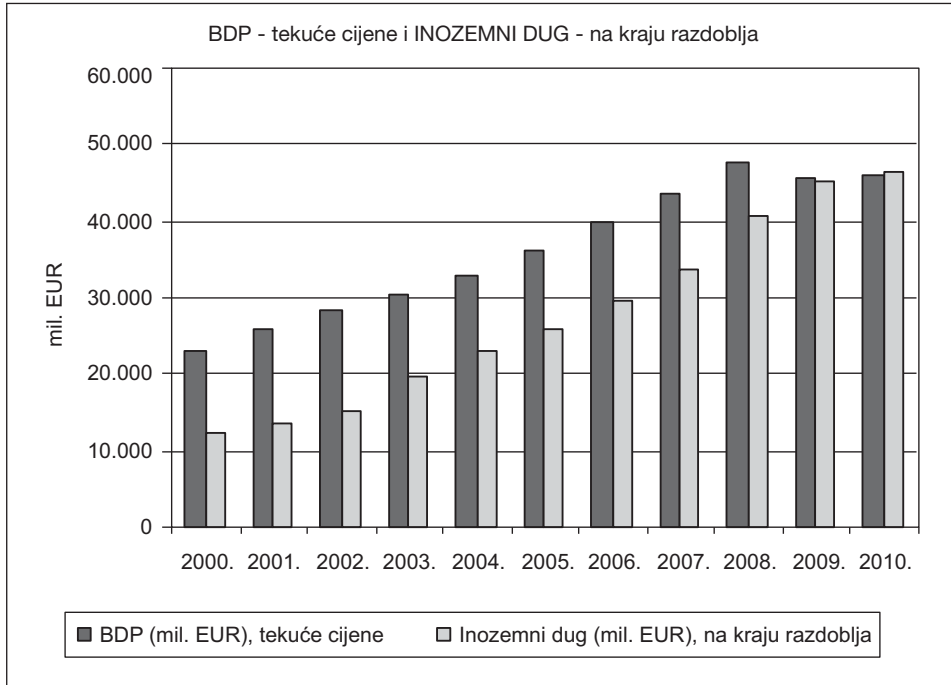
DEFICIT TEKUĆEG DIJELA PLATNE BILANCE,  
POKRIVEN JE STALNIM INOZEMNIM ZADUŽIVANJEM,  
ALI NAKON KRIZE DEFICIT JE SMANJEN, ZBOG RECESIJE  
(PAD UVOZA ODRAŽAVA PAD PROIZVODNJE REALNOG  
SEKTORA GOSPODARSTVA I OSOBNE POTROŠNJE)





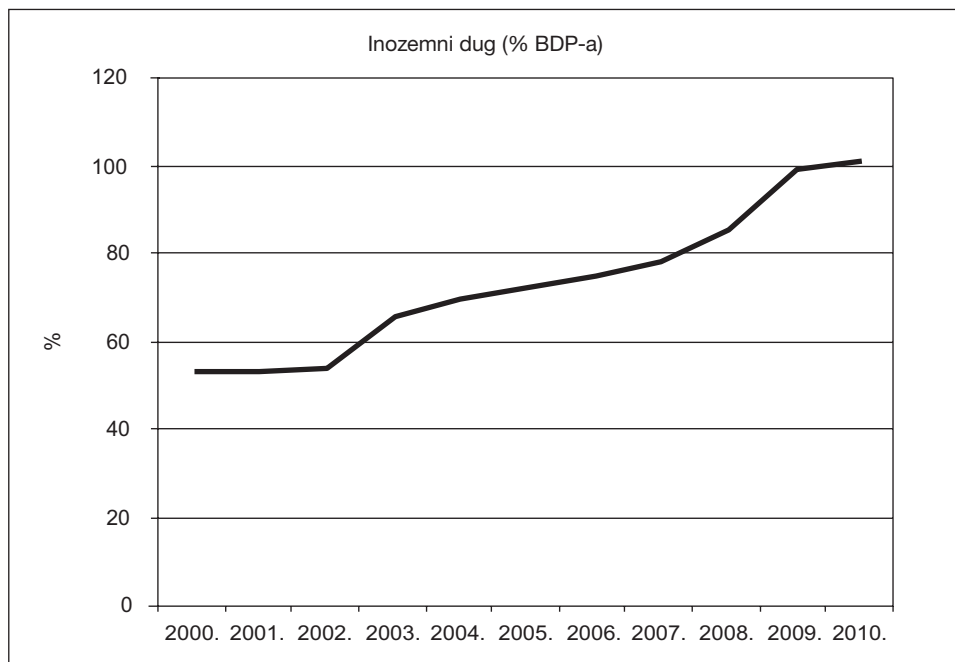
Grafikon 6.

**INOZEMNI DUG RASTE BRŽE OD BDP-A, HNB LOŠE UPRAVLJA  
KAPITALNIM TOKOVIMA, UGROŽENA VANJSKA LIKVIDNOST  
I KREDITNI REJTING HRVATSKE**



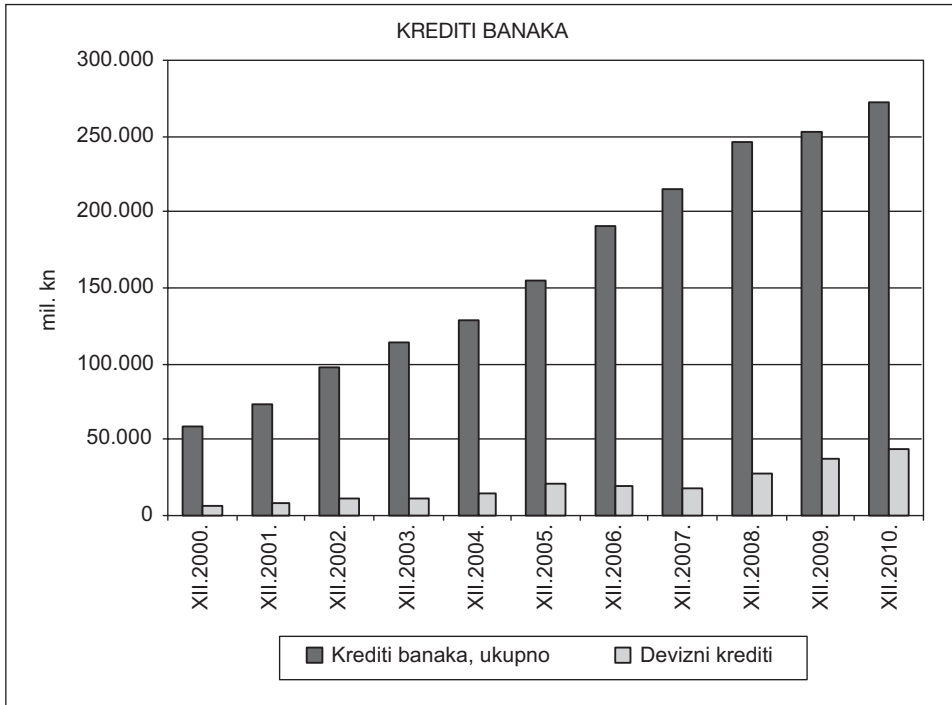
*Grafikon 7.*

VANJSKI DUG 2003. PRELAZI „GRANICU ODRŽIVOSTI“ OD 60 % BDP-A, 2007. GRANICU VISOKE ZADUŽENOSTI OD 80 % BDP-A, DOK 2010. PRELAZI VISINU BDP-A



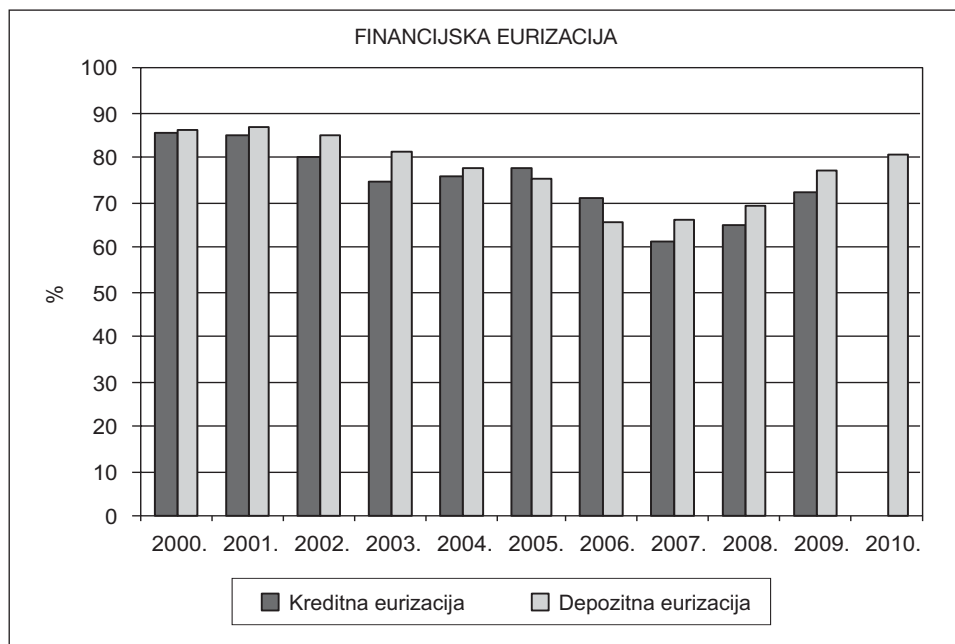
Grafikon 8.

KREDITNA EKSPANZIJA BANAKA, ZBOG ZADUŽIVANJA U  
INOZEMSTVU, DOVELA JE DO PREBRZOG RASTA KREDITA I  
STVORILA KREDITNI BALON (CREDIT BUBBLE)



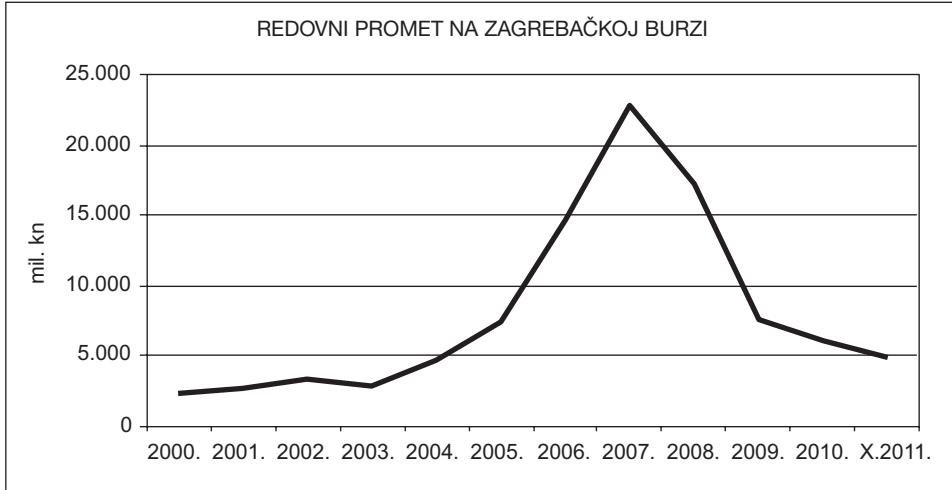
Grafikon 9.

VISOKI STUPANJ EURIZACIJE UZROK JE POVEĆANE „RANJIVOSTI“ HRVATSKE EKONOMIJE NA EKSTERNE ŠOKOVE, ŠTO JE ONEMOGUĆILO KORIŠTENJE FLEKSIBILNIJE MONETARNE POLITIKE ZA NEUTRALIZACIJU VANJSKIH ASIMETRIČNIH ŠOKOVA POTRAŽNJE (KRIZA EUROZONE)



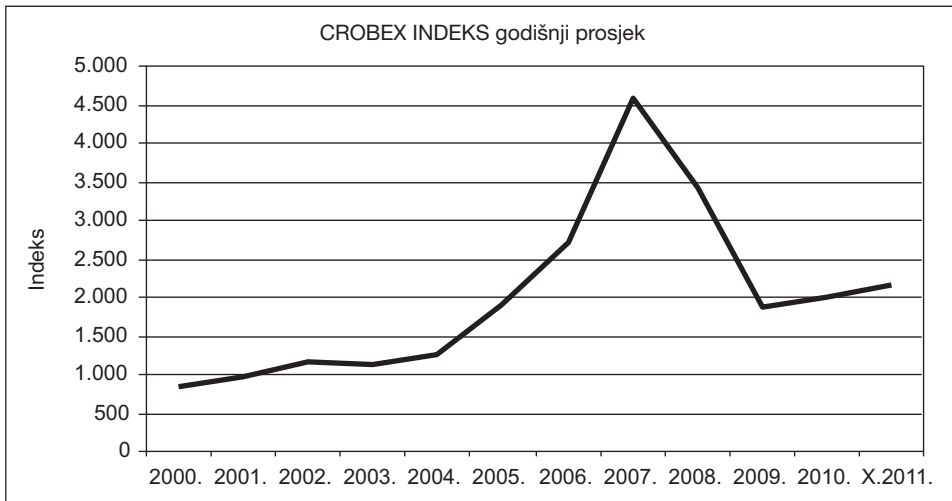
Grafikon 10.

SPEKULATIVNI PRILJEVI KAPITALA IZ INOZEMSTVA I MARGIN KREDITI BANAKA, DOVELI SU DO NEODRŽIVOG RASTA PROMETA I CIJENA DIONICA NA TRŽIŠTU KAPITALA I STVORILI „DIONIČKI BALON“ NA ZAGREBAČKOJ BURZI (ASSET BUBBLE)



Grafikon 11.

NAKON KRIZE 2008., TRŽIŠNA CIJENA VRIJEDNOSNICA PRILAGOĐENA JE REALNIM CIJENAMA, ZAPOČEO JE PROCES „TOPLJENJA“ VRIJEDNOSTI DIONICA, TZV. „MINSKYJEV MOMENT“



Ovdje se moraju istaknuti dva ključna problema hrvatske ekonomije, a to su: (1) izuzetno visoka inozemna zaduženost i, (2) visoki deficiti platne bilance u razdoblju 2000. – 2008. godine. Ključni je problem u tome što su inozemne kredite koristili dužnici iz *non-tradable* sektora. Zbog toga su hrvatske banke suočene s neizravnim kreditnim rizicima. Zbog toga je ranjivost finansijskoga sustava i dalje izuzetno visoka. Prema analizi MMF-a o ranjivosti nacionalne ekonomije i finansijskog sustava Hrvatske (IMF, 2011a.), vanjske ranjivosti kumulirane su prije krize - u razdoblju od 2002. do 2007. godine - zbog neadekvatne monetarne politike, kada je Hrvatska imala snažnu kreditnu ekspanziju financiranu prebrzim inozemnim zaduživanjem. U osnovi, Hrvatska je koristila tzv. „model ekonomskog rasta zasnovan na finansijskoj deregulaciji“ (Becker Torbjorn et al., 2010.). Tako značajne bilančne ranjivosti ne omogućavaju fleksibilnost makroekonomskih politika kao odgovor na makroekonomske šokove, i ujedno snižavaju izgleda za oporavak hrvatske ekonomije, odnosno ekonomski rast.

Prema našoj analizi, ranjivosti u hrvatskoj ekonomiji proizlaze iz povezanosti makroekonomskih uvjeta i slabosti u bankovnom sustavu te *moralnog hazarda* banaka i slabog upravljanja u korporacijskom sektoru. Analize MMF-a pokazuju visoku osjetljivost bilanci hrvatske ekonomije na vanjske šokove. Postoji realna opasnost od nastanka »sistemskog rizika« ( o sistemskom riziku, opšrinije vidjeti u: Caprio and Klingebiel, 1996.), jer su poslovne banke u odobravanju kredita koristile valutnu klauzulu i druge mehanizme indeksacije, čime su devizni rizik prebacile na klijente, a preuzele na sebe »sistemski rizik«; zato što se devizni rizik pretvara u kreditni rizik i transformira u kolaps cijeloga finansijskoga sustava.

Tablica 1.

NOVA PROCJENA EKONOMSKIH UVJETA I RANJIVOSTI HRVATSKE EKONOMIJE, POČETKOM 2012. GODINE<sup>3</sup>

	Procjena stanja	Ranjivosti financijskog sustava
<b>Makroekonomske politike i stanje ekonomije koji utječu na stabilnost financijskog sustava</b>		
Realna ekonomija	<p>Ekonomski rast usporen u 2008., ekonomska kretanja obilježena su recesijom u 2009. - 2011., te slabim izgledima za 2012., zbog smanjivanja javne i osobne potrošnje; kriza na tržištima vrijednosnih papira i nekretnina. Smanjena međunarodna konkurentnost hrvatskog gospodarstva; pad industrijske proizvodnje, ubrzano raste nezaposlenost, izvoz i uvoz se smanjuju. Izgledi za recesiju sa dvostrukim dnom u globalnom gospodarstvu u 2012. godini, dužnička kriza eurozone iz kolovoza 2011. nastavit će se u 2012., kao i prelijevanje krize na hrvatsko gospodarstvo, posebice iz Italije, najvažnijeg trgovinskog partnera. Stalno se smanjuje industrijska proizvodnja, dok prijeti stečaj brodograđevnoj industriji, crnoj metalurgiji, petrokemijskoj industriji, i graditeljstvu.</p>	<p>To je utjecalo na kreditnu sposobnost dužnika iz sektora stanovništva i korporacija. Izloženost banaka plasmanima u sektor nekretnina i stanovništva te <i>non-tradable</i> korporacijskom sektoru predstavlja sistemski rizik. U toku je proces “razduživanja” korporativnog sektora i kućanstava.</p>

<sup>3</sup> Ova analiza temelji se na ranijim istraživanjima (Radošević, 2009. i 2010.a), ali analiza je nužno morala biti ažurirana sa novim važnim podatcima na osnovi analize aktualnog stanja hrvatske ekonomije i financijskog sustava. Ukratko, nova analiza potvrđuje da su početkom 2012. godine rizici znatno povećani, kao i stupanj ranjivosti hrvatskog gospodarstva i financijskog sustava.

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti finansijskog sustava</b>
Fiskalna politika	Potrebne su bolja kontrola javnih financija i postupno smanjivanje ukupnog deficita središnje države da bi se na srednji rok reducirali udjeli javne potrošnje i javnoga duga u BDP-u na održivu razinu, zbog krize u EMU.	Izostanak ozbiljne fiskalne konsolidacije i suboptimalna monetarna politika ugrožavaju vanjsku likvidnost i međunarodnu konkurentnost zemlje, kao i povjerenje stranih investitora/kreditora i to može dovesti do capital reverseals, tj. povlačenja stranog kapitala, posebice zbog krize dužničke eurozone, i nekontrolirane i značajne deprecijacije deviznoga tečaja. Potrebno je pažljivo praćenje posljedica takvih kretanja na finansijsku stabilnost, posebice dužničke krize u EMU i Italiji, obzirom da je preko 50 posto bankovnog sektora Hrvatske u vlasništvu talijanskih banaka. Kombinacija makroekonomskih politika ( <i>policy mix</i> ) koja bi sadržavala ekspanzivnu monetarnu politiku, reflaciju, uz smanjenje domaćih kamatnih stopa, i aktivnu fiskalnu politiku, radi poticanja potražnje, nužna je u borbi protiv recesije. Slabljenje kvalitete portfelja banaka, moglo bi utjecati na profitabilnost i adekvatnost kapitala banaka.



	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti finansijskog sustava</b>
Monetarna politika	Povećani su deflatorski pritisci; domaća inflacija mogla bi biti oko 2 posto, što je u skladu sa definicijom niske inflacije od strane ECB. Ubrzano raste domaća nelikvidnost i credit crunch. Stagnantni ekonomski rast, ili smanjenje BDP-a, tj. recesija sa dvostrukim dnom i jačanje deflacije moglo bi dovesti do tzv. »stagdeflacije«, izuzetno nepovoljne kombinacije stagnacije/recesije i deflacije, te dugovno-deflatornog ciklusa u 2012. godini.	U uvjetima fiksnog tečajnog režima, deflacijske politike, uzrokovale su realnu aprecijaciju tečaja, što negativno utječe na profitabilnost <i>tradable</i> sektora hrvatske ekonomije. No, mogu se očekivati trajni deprecijacijski pritisci u 2012., uslijed slabog izvoza, i otežanog zaduživanja u inozemstvu i otplata obveza prema inozemstvu u 2012. i 2013. godini. Na srednji rok 2013. – 2017. upitna je eksterna likvidnost zemlje, s obzirom na visoku zaduženost u inozemstvu, te suboptimalne devizne rezerve HNB, koje su ispod razine propisane Guidotti-Greenspanovim koeficijentom, na što upozorava MMF.
Tečajna politika	De iure upravljano plivajući tečajni aranžman (de facto fiksni tečajni režim), uz povremene intervencije centralne banke.	Tečajni aranžman vrlo je rigidan, s obzirom da se devizni tečaj koristi kao nominalno sidro u politici dezinflacije. To je uzrokovalo sindrom realne aprecijacije i eksterne neravnoteže. Potrebno je postupno povećanje fleksibilnosti tečajnog aranžmana, korištenjem i nekog od intermedijarnih tečajnih režima, te određivanje interventnih točaka, uz monetarnu strategiju ciljane inflacije i kontrolu deviznoga rizika primjenom nove makroprudencijalne politike centralne banke.

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti financijskog sustava</b>
Eksterna održivost, uključujući upravljanje vanjskim dugom i deviznim rezervama	Visoki deficit tekućeg računa platne bilance, oko 10 % BDP-a, koji se uslijed recesije smanjio ili prešao u manji suficit u 2011., kao posljedica perzistentne recesije. Kamatna marža na vanjsko zaduženje (CDS) visoka, uslijed međunarodne financijske krize, posebice dužničke krize u eurozoni i povećane percepcije rizika na novim tržištima. Devizne rezerve ispod su razine propisane Guidotti-Greenspanovim koeficijentom. MMF upozorava na opasnost slabljenja kreditnog rejtinga uslijed niskih deviznih rezervi centralne banke i slabog rasta ekonomije (recesije).	Opasnost nastanka <i>sudden stop</i> fenomena povećana, uslijed pogoršane percepcije inozemnih tržišta kapitala i međunarodne financijske krize, posebice dužničke krize u EMU. Vanjski dug Hrvatske krajem 2011. prelazi razinu BDP-a. Povećani rizik smanjivanja kreditnog rejtinga zemlje i tzv. „soft defaulta“ Hrvatske. Mogućnost traženja financijske pomoći MMF-a i pristupanje Hrvatske tzv. Bečkoj inicijativi, realne su opcije sredinom 2012.
Kapitalni tokovi	Inozemni kapitalni tokovi imaju veliku ulogu u financiranju deficita tekućeg dijela bilance plaćanja i osiguravanju likvidnosti financijskoga tržišta.	Nepovoljna struktura korištenja inozemnih kredita, najvećim dijelom u potrošnju i nekretnine te <i>non tradable</i> sektor. To je već dovelo do slabljenja izvoza i kreditne sposobnosti Hrvatske u inozemstvu.
Šokovi	Izrazito visoka izloženost vanjskotrgovinskim šokovima (uvoz nafte) i negativnim realnim i financijskim kretanja kod najvažnijih trgovinskih partnera Hrvatske, s područja EU –a (Italija, Austrija) i jugoistočne Europe.	Opasnost prelijevanja globalne krize, odnosno krize u eurozoni i regiji na hrvatski financijski sustav i gospodarstvo.

	Procjena stanja	Ranjivosti financijskog sustava
<b>Institucije i tržišta – razvitak, rizici i osjetljivosti na šokove</b>		
Banke	<p>Profitabilnost banaka visoka, ali se smanjuje (za oko 10 posto u 2011.), dok raste udjel loših nenaplativih zajmova, uslijed snažne konkurencije, povećanih troškova financijske intermedijacije i usporavanja ekonomskog rasta. Većina hrvatskih banaka u stranom je vlasništvu, te su se banke – zbog izbjegavanja kapitalnih kontrola HNB – odlučivale na usmjeravanje najboljih klijenata na zaduživanje kod matičnih banaka u inozemstvu. No, pod utjecajem dužničke krize u EMU, matične banke su započele proces razduživanja, i obavezne su očistiti svoje bilance od toksične aktive, te povećati svoje kapitalne osnovice. U isto vrijeme, hrvatske podružnice stranih banaka više neće moći računati na financiranje od svojih matičnih banaka, te se moraju usmjeriti na prikupljanje vlastitih izvora financiranja u Hrvatskoj.</p>	<p>Financijska je stabilnost već ugrožena, posebice zbog dužničke krize eurozone koja je intenzivirana u 2011., ali uslijed intervencije ECB osigurana stabilnost EU banaka. Raste toksična aktiva banaka, zbog prelijevanja krize iz realnog u financijski sektor. Makrobonitetna analiza i stres testovi indiciraju vrlo visoku osjetljivost bilanci na promjene kamatnih stopa i deviznog tečaja. MMF izradio analizu rizika tzv. <i>currency mismatch</i>, koristeći »analizu bilanci« ključnih sektora hrvatske ekonomije. HNB redovito objavljuje »Izveštaj o financijskoj stabilnosti«, ali na osnovi nerevidiranih podataka banaka. To je veliki nedostatak. Stvarne dubioze banaka zasigurno su znatno veće od iskazanih u izvještajima HNB. Makroprudencijalne mjere središnje banke limitiraju izloženost valutno induciranom riziku, ali <i>ex post</i>. EU napravila stres-test banaka, koje imaju podružnice u Hrvatskoj, ali test nije bio realan. HNB će morati provesti zaseban stres-test hrvatskih banaka. Postoji rizik bankovne krize, a “okidač” krize bi mogao biti slom nekoliko manjih hrvatskih banaka.</p>

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti financijskog sustava</b>
Ostale financijske institucije	U osnovi, relativno solidna stabilnost, posebice osiguravajućih institucija. Visoka izloženost rizicima kod investicijskih i mirovinskih fondova.	Nisu evidentne osjetljivosti bilanci. Visoka osjetljivost kod fondova, zbog krize na Zagrebačkoj burzi. Potrebno je unapređenje upravljanja rizicima.
Nefinancijske institucije	Izrazito visoka izloženost rizicima promjene tečaja kune i kamatnih stopa.	Izrazita ranjivost. Može dovesti do problema u servisiranju vanjskog duga u slučaju snažnije deprecijacije ili porasta kamatnih stopa. Potrebno je financijsko restrukturiranje i unapređenje upravljanje rizicima.
Instrumenti monetarne kontrole	Razvijeni indirektni instrumenti monetarne kontrole, ali nedovoljno korištenje mehanizma eskontne stope HNB-a u intervencijama na financijskom tržištu. U prošlosti, preveliko oslanjanje HNB na racioniranje kredita kroz kvantitativno (linearno) ograničavanje rasta bankovnih kredita. Visoki stupanj „financijske represije“ zbog visokih stopa obvezne rezerve banaka na depozite, što je uzrokom visokih troškova financijske intermedijacije i domaćih kamata. HNB ne koristi reflacijsku politiku („quantitative easing“), kroz primjenu različitih kreditnih linija banaka za refinanciranje i osiguravanje likvidnosti u uvjetima recesije (po uzoru na ECB, FED i Bank of England) i povećanog kreditnog rizika.	U razdoblju 2011. – 2008. centralna banka nije kontrolirala priljev kapitala i kreditnu ekspanziju banaka. Kasnije mjere monetarne kontrole donekle su usporile rast inozemnog zaduživanja banaka i centralne države, ali ne i korporativnog sektora i stanovništva. Kapitalne kontrole nisu bile proširene na zaduživanje korporativnog sektora u inozemstvu, što je potaknulo daljnji neodrživi rast vanjskog duga. Zbog toga ukupna inozemna zaduženost Hrvatske krajem 2011., iznosi preko 100 % BDP-a.

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti finansijskog sustava</b>
Novčano i devizno tržište	Novčano tržište dobro razvijeno. Devizno je tržište nedovoljno duboko; odnos ponude i potražnje pod utjecajem je priljeva kapitala s osnova inozemnog zaduživanja i privatizacije, a ne autonomnog rasta deviznog priljeva od izvoza.	Mogući su problemi u osiguravanju likvidnosti, posebice na deviznom tržištu, u slučaju nestabilnosti finansijskog sustava zbog eksternih šokova (gubitka kreditnog rejtinga) i međunarodne finansijske krize, osobito u eurozoni.
Tržište trezorskih zapisa i obveznica	Relativno dobro funkcionira, nedostaje emisija državnih vrijednosnica nominiranih u domaćoj valuti, bez valutne klauzule, s duljim rokovima dospjeća. HNB i Ministarstvo financija nisu prihvatili takovrsne prijedloge EBRD.	Razvitak tzv. <i>yield curve</i> trebalo bi pomoći monetarnoj politici da što ispravnije upravlja posljedicama kapitalnih tokova.
Tržište dionica i privatnih obveznica	Malo tržište, ali brzo se razvijalo. Vrijednost dionica (na Burzi u Zagrebu) bila je precijenjena u odnosu na fundamentalne vrijednosti izlistanih kompanija ( <i>asset bubble</i> ). Od početka 2008. događa se konstantni pad CROBEX indeksa; vrijednost dionica približava se realnim veličinama.	Potrebna bolja kontrola tržišne valuacije kompanija i izlistanih dionica od strane regulatora te uvođenje većeg stupnja transparentnosti u finansijskom izvještavanju. Neophodan razvoj tržišta kapitala na novim osnovama, kako bi se osigurala alternativa bankovnom financiranju.
Sustav plaćanja i namire	Učinkovit.	Sustav omogućuje prekogranične transakcije i reducira rizik namire.
<b>Prudencijalna infrastruktura i upravljanje</b>		
Banke ( <i>Basel Core Principles</i> )	Puna primjena Bazelskih principa. U primjeni je postupna primjena Bazel II. principa supervizije banaka.	Potrebna znatno bolja kontrola i upravljanje bankovnim rizicima. HNB mora formulirati makroprudencijalnu politiku.

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti financijskog sustava</b>
Osiguranje ( <i>IAIS Core Principles</i> )	Puna primjena.	Potrebna je dodatna kontrola rizika, uslijed potencijalne nestabilnosti tržišta dionica i bankovnog sustava.
Vrijednosnice ( <i>IOSCO Principles</i> )	Postoje određeni nedostaci, posebice kod pravila trgovanja brokera s klijentima.	Moguća nestabilnost u slučaju platnobilančne krize, kada strani investitori mogu izgubiti povjerenje u stabilnost tržišta.
Sustavi plaćanja ( <i>Core Principles</i> )	Zanemarive slabosti.	Zanemarivo.
MMF standardi ( <i>Fiscal Transparency, Monetary and Financial Policies, Statistics</i> ) i standardi EU-a	Slabosti u transparentnosti fiskalne statistike (iskazivanje izvanbilančnih stavki proračuna te statistički obuhvat tzv. <i>domestic payment arrears</i> ) i statistici platne bilance (metodologija iskaza prihoda od inozemnog turizma te visoka razina »neto grešaka i propusta«). Statistika iskazivanja inozemne zaduženosti prilagođena je standardima EU-a (vanjski dug Hrvatske povećan je tako za 0,5 milijardi eura).	Povećani rizici domaće i eksterne ranjivosti.
Računovodstveni standardi ( <i>GAAP ili IAS</i> )	Dobro zakonodavstvo, ali postoje slabosti u primjeni pojedinih međunarodnih standarda. Nedovoljna primjena principa tzv. „trgovačke opreznosti“ i anticikličkog formiranja posebnih rezervacija i fondova za pokriće potencijalnih gubitaka.	U slučaju uvođenja anticikličkih računovodstvenih politika, manji rizici za stabilnost financijskoga sustava. Izostala primjena anticikličkog formiranja rezervacija za potencijalne gubitke kod banaka, uslijed toleriranja iskazivanja precijenjenih pozicija u bilancama banaka po osnovi hipotekarnih zajmova.

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti finansijskog sustava</b>
Insolventnost	Dobro zakonodavstvo, ali izražene slabosti u pravosuđu (neformalni utjecaj politike i korupcija).	Ima utjecaja na povjerenje stranih investitora i stvara nepovoljnu »poslovnu klimu« te usporava restrukturiranje kompanija.
Upravljanje kompanijama	Vrlo slabo upravljanje kompanijama, kao posljedica netransparentne privatizacije. Slabo upravljanje kompanijama u javnom sektoru, zbog utjecaja politike (imenovanje nekompetentnih članova NO-a i uprava po političkoj podobnosti) i sustavne korupcije. Općenito, nedovoljna odgovornost menadžmenta i države, kao vlasnika javnih kompanija.	Može tako djelovati da potakne menadžment kompanije na povećano zaduživanje, posebice izravno zaduživanje u inozemstvu, koje se kasnije može pokazati neodrživim. Politička korupcija djelovala je na neefikasnost poslovanja, zbog neodgovornog upravljanja javnim tvrtkama (tuneliranje i prikriveno financiranje političkih stranaka).
Aranžmani za rješavanje sistemskih problema banaka	Ovlasti regulatora jasne i relativno su dobro zakonodavno uređene, ali potrebna je bolja suradnja regulatornih agencija. Potrebna je bolja suradnja HNB-a s inozemnim institucijama za superviziju banaka i ECB.	Slaba regulacija banaka, može dovesti do produljivanja sistemskih bankovnih problema u slučaju finansijske krize. Trebalo bi razmotriti reformu hrvatskih regulatornih institucija i jačanje njihovih ovlasti. »Izvještaji o finansijskoj stabilnosti« centralne banke morali bi na vrijeme, tj. preventivno i na osnovi revidiranih finansijskih izvještaja upozoravati na ranjivosti finansijskog sustava i opasnosti od nastanka sistemskog rizika.

	<b>Procjena stanja</b>	<b>Ranjivosti financijskog sustava</b>
Mreža financijske sigurnosti	Sustav državnog osiguranja depozita banaka kod DAB-a, u slučaju financijske krize ne bi mogao učinkovito djelovati, jer su prihodi od premija niski pa bi se gubici morali financirati na teret središnjeg budžeta države (slučaj Credo banke, Split?). HNB nema posebne kredite za osiguranje likvidnosti ( <i>lender-of-last resort</i> , <i>LOLR</i> ), ali ima zakonski mandat da mora osigurati likvidnost domaćeg bankovnog sustava.	Državno osiguranje depozita, <i>LOLR</i> i bonus kultura menadžera iz banaka potiču moralni hazard hrvatskih banaka i povećavaju rizike u financijskom sustavu. Postoji također implicitna garancija države i centralne banke za održavanje fiksno-tečajnoga režima i protiv deprecijacije, dok je tečajni rizik prebačen sa banaka na dužnike, što povećava devizne rizike u financijskom sustavu i mogućnost nastanka sistemске krize.

Osnovni makroekonomski rizici za Hrvatsku proizlaze iz tri područja: (a) globalne recesije, dužničke krize u EU, te produbljivanja gospodarske krize u Hrvatskoj, (b) visoke razine inozemnog duga i (c) povećanih deflatornih pritiska. Kanali prenošenja globalnih financijskih šokova na hrvatski financijski sustav primarno su posljedica stupnja uključenosti stranih financijskih institucija u hrvatskom financijskom sustavu, iskazan vanjskom zaduženošću te udjelom stranih banaka u vlasničkoj strukturi hrvatskih banaka.

### **Problemi realne konvergencije u ekonomskoj krizi**

Osnovna svrha mehanizma ERM-2 priprema je za puno članstvo u EMU. Participacije nove članice Evropske unije u tečajnom mehanizmu ERM-2 nije obvezno, odnosno sudjelovanje u ERM-2 je dobrovoljno. Ako nova članica EU ne sudjeluje u ERM-2, tada Evropska centralna banka (ECB) obavlja poseban „monitoring“ nove članice Unije, jer se ECB brine o djelovanju tečajnog mehanizma ERM-2. ECB i nacionalna centralna banka dužne su suradjivati, kako u procesu monitoringa, tako i u procesu sudjelovanja nove članice EU u tečajnom mehanizmu ERM-2. Makroekonomske su politike koje nove članice EU moraju voditi u okviru ERM-2 tečajnog mehanizma deflacijske - radi se o specifičnoj kombinaciji deflacijske monetarne i fiskalne politike, uz režim fiksno-tečajnog, ali prilagodljivog tečaja, te upravljanje kapitalnim računom bez primjene kapitalnih kontrola - pa je takve politike izuzetno teško provoditi u uvjetima ekonomske krize. Brojni autori



upozoravali su na ovaj nepovoljan makroekonomski aspekt konvergencije (primjerice, de Grauwe, 2007.; Radošević i Zdunić, 2007.; Radošević, 2009.; Sever, 2009.), te su istaknuli potrebu realne konvergencije i zadovoljavanja njihovih kriterija, uz ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije, kao preduvjeta za ulazak u ERM-2 i Evropsku monetarnu uniju. Njihova je ocjena da Hrvatska nije spremna (zbog visoke razine vanjskog i javnog duga) za ulazak u tečajni mehanizam ERM-2, odnosno u Evropsku monetarnu uniju (Lovrinović i Čorić, 2011.).

Svaka nacionalna ekonomija koja postaje novom članicom EU, mora dobro procijeniti kakvu će voditi strategiju konvergencije. Posebice valja imati na umu odnos između nominalne i realne konvergencije. Konvergencija, naravno, nije linearan proces ekonomskog približavanja, već ima troškove, ali i prednosti. Realna konvergencija mogla bi se definirati kao smanjivanje razlika u produktivnosti i razini cijena, uslijed približavanja neke ekonomije po razini BDP-a per capita gospodarstvima članica Evropske unije. Troškovi konvergencije posljedica su odabira između troškova nominalne i realne konvergencije (Fahrholz, 2007.). Troškovi konvergencije u potpunosti padaju na teret nacionalne ekonomije one zemlje koja želi postati novom članicom Evropske unije, odnosno želi postati novom članicom Evropske monetarne unije. Proces ekonomske konvergencije nije jednostavan. Naime, razlike u produktivnosti između zemalja i između tradable i non-tradable sektora nacionalne ekonomije, dovode do tzv. Balassa- Samuelson (B-S) efekta. Pri tome, valja istaknuti, da je B-S efekt posljedica prilagodbe relativnih cijena za vrijeme realne konvergencije. Jako je važno istaknuti činjenicu da proces nominalne konvergencije (kriteriji iz Maastrichta) može negativno djelovati na proces realne konvergencije. Prvo, kriterij ostvarivanja niske inflacije može biti relativno kompliciran. Naime, uz djelovanje B-S efekta, može se pojaviti potreba za deflacijom u tradable sektoru ekonomije, radi ostvarivanja ovog kriterija iz Maastrichta. Ukratko, ostvarivanje niske inflacije može se ostvariti uz troškove nižeg rasta i većeg output gapa (razlike između potencijalnog i ostvarenog BDP-a). Dakle, što je veća dezinflacija – u procesu nominalne konvergencije – veća je razina tzv. „koeficijenta žrtvovanja“ (engleski „sacrifice ratio“, predstavlja izračun gubitka proizvodnje u procesu smanjivanja inflacije). Drugi aspekt troškova konvergencije vidi se u smanjivanju inflacije putem fiskalne konsolidacije<sup>4</sup>, što može negativno djelovati na smanjivanje ekonomskog rasta (primjerice, smanjivanje javnog duga i budžetskog deficita ostvaruje se smanjivanjem javnih investicija u privrednu

---

<sup>4</sup> Ovaj problem bit će posebice naglašen u budućem razdoblju, jer su članice Evropske unije – na inzistiranje Njemačke, ali i Francuske – u ožujku 2012. godine zaključile poseban fiskalni pakt o provedbi načela uravnoteženog proračuna s automatskim stabilizatorima, tj. „zlatno pravilo financiranja“, kojim se u ustave zemalja članica EU mora unijeti obveza primjene uravnoteženog proračuna države (EU, 2012.). Ovim fiskalnim paktom želi se postići veća koordinacija fiskalnih politika članica EU i eurozone, kako bi se u budućnosti izbjegla mogućnost nastanka dužničke krize. Novom fiskalnom sporazumu nisu pristupile Velika Britanija i Češka, tako da se ovaj moment smatra početkom nove faze krize EU, početkom političke krize Evropske unije.

infrastrukturu ili smanjivanjem ulaganja u „humani kapital“ (kao što su obrazovanje, znanost, zdravstvo, etc.). Treće, određivanje tečajnog režima, odnosno deviznog tečaja nacionalne valute u okviru ERM-2 zamišljeno je kao fiksni tečajni režim (uz dozvoljene margine fluktuiranja oko središnjeg pariteta) sa ciljem stabiliziranja kapitalnih tokova s inozemstvom, u uvjetima liberalizacije kapitalnog računa. Ukratko, fiksni tečajni režim u sklopu ERM-2 ima za cilj stabilizaciju kapitalnih tokova putem smanjivanja očekivanja privatnih agenata na tržištu kapitala i deviznom tržištu. Volatilnost tečaja mogla bi dovesti do povećanih inflatornih pritisaka i tako negativno djelovati na dugoročni ekonomski razvitak. Ipak, ovaj kriterij iz Maastrichta može se pokazati vrlo zahtjevnim, jer ako dodje do *misalignment problema* (najčešće dolazi do aprecijacije tečaja i gubitka međunarodne konkurentnosti nove članice EU) fiksni tečajni režim (stanovita vrsta tzv. „soft pegs“, odnosno „mekanog vezanja tečaja“) može se pokazati neodrživom i tako može doći do sloma ekonomskog rasta zasnovanog na priljevu kapitala iz inozemstva. Ukratko, ova tri aspekta nominalne i realne konvergencije pokazuju da zadovoljavanje kriterija iz Maastrichta može biti ostvareno na teret dodatnog povećanja nezaposlenosti i output gapa. Zbog toga, nova članica Evropske unije može koristiti posebne strategije konvergencije, jer ima stanoviti manevarski prostor za zadovoljavanje kriterija konvergencije uz primjenu tzv. strategije „vođenja ekonomske politike po rubu provalije“ (engleski, „brinkmanship“). U ovom slučaju, to bi značilo vođenje ekonomske politike nominalne i realne konvergencije uz uvažavanje potencijalnih rizika bankrota nacionalne ekonomije, potencijalnih rizika nastanka bankovne i valutne krize u novoj članici EU.

Ukratko, nakon ulaska u Evropsku uniju, prema našim procjenama, Hrvatska ne bi trebala sudjelovati u tečajnom mehanizmu ERM-2 najmanje pet godina, zbog krize eurozone i potrebe ostvarivanja kriterija realne konvergencije. Nakon toga, možda bi mogla ostati članicom ERM-2 još oko pet godina, iako je minimalno razdoblje dvije godine, tako da bi eurizacija (ulazak Hrvatske u EMU) mogla biti provedena tek nakon proteka razdoblja od oko deset godina od datuma ulaska u Evropsku uniju.

### **Nova strategija upravljanja kapitalnim računom Hrvatske u uvjetima dužničke krize Evropske monetarne unije**

Strategiju postupne liberalizacije kapitalnih inozemnih tokova predložili smo prije produblivanja krize u Evropskoj monetarnoj uniji (Radošević, 2010.a). Ali, upravo zbog promijenjenih okolnosti, potrebno je redefiniranje takve strategije, jer radi se o tome kako uspješno ostvariti konvergenciju Hrvatske prema monetarnoj uniji? Tri su glavne faze u novoj strategiji upravljanja kapitalnim računom Hrvatske, koje su koordinirane s ostalim ekonomskim reformama, a prikazane su u tablici 2.

Tablica 2.

**NOVI REDOSLIJED LIBERALIZACIJE KAPITALNOGA RAČUNA  
HRVATSKE U UVJETIMA DUŽNIČKE KRIZE EUROZONE**

Liberalizacija kapitalnoga računa	Reforme financijskoga sektora	Ostale politike liberalizacije
<b>Prva faza: osnove za reforme: resuverenizacija monetarne politike; 2008. – 2017.</b>		
<p>Kapitalni priljevi</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Liberalizacija izravnih inozemnih ulaganja završena.</li> <li>- Liberalizacija kupovine dionica od strane nerezidenata završena.</li> <li>- Uvedene su kapitalne kontrole HNB-a na inozemno zaduživanje hrvatskih banaka koje valja zadržati zbog platnobilančnih razloga.</li> <li>- Moguće je da će biti potrebna njihova primjena i na izravno inozemno zaduživanje korporacijskog <i>non-tradable</i> sektora.</li> <li>- Zadržane su kapitalne restrikcije na ulaganja u nekretnine i pojedine strateške sektore hrvatskog gospodarstva (šume, vode, HEP, poljoprivredno zemljište, itd.).</li> <li>- Primjena pravila OECD-a za ulaganja u Hrvatsku za inozemne državne investicijske fondove (<i>sovereign wealth funds</i>).</li> </ul>	<p>Tržišta i sustavi</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Potrebno povećati dubinu međubankarskoga deviznoga tržišta; smanjiti utjecaj inozemnog zaduživanja i jednokratnih privatizacijskih prihoda na ponudu deviza.</li> <li>- Razviti tržište državnih obveznica s duljim rokovima dospijeća, nominiranih u domaćoj valuti, bez valutne klauzule, sukladno prijedlozima EBRD (strategija deeurizacije).</li> <li>- Razviti domaće tržište kapitala, radi većeg obujma trgovine dionicama i likvidnosti tržišta vrijednosnica.</li> </ul>	<p>Makroekonomske politike</p> <p>Politike se moraju usmjeriti na ključne točke ranjivosti financijskoga sustava:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Monetarna i fiskalna politika morale bi biti usmjerene na ostvarivanje Maastrichtskih kriterija nominalne i realne konvergencije u skladu sa pravilima EU-a. Realna konvergencija je najvažnija, ali ona je moguća samo na srednji rok.</li> <li>- Fiskalna konsolidacija ima za cilj smanjenje udjela javnog sektora u BDP-u, ali na srednji rok.</li> <li>- Monetarna se suverenost mora iskoristiti za bržu prilagodbu (<i>adjustment</i>) ekonomije vanjskim šokovima. Hrvatska ne sudjeluje u ERM-2.</li> <li>- Tečajni aranžman vrlo je rigidan, devizni tečaj nominalno je sidro u politici dezinflacije. To je uzorokovalo sindrom realne aprecijacije te eksterne neravnoteže. Potrebno je postupno povećanje fleksibilnosti tečajnoga aranžmana korištenjem intermedijarnih tečajnih režima.</li> <li>- HNB koristi monetarnu strategiju ECB-a (<i>two pillars strategy</i>); utvrđen je formalni cilj za inflaciju i rast M3.</li> <li>- Kasnije HNB postupno prelazi na monetarnu strategiju »fleksibilnoga targetiranja inflacije«.</li> <li>- Osigurati likvidnost banaka bez povećavanja inflacije, zbog deflatorskih pritiska (reflacija).</li> </ul>

Liberalizacija kapitalnoga računa	Reforme financijskoga sektora	Ostale politike liberalizacije
<p>Kapitalni odljevi</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tekuća su plaćanja prema inozemstvu bila liberalizirana već kod uvođenja konvertibilnosti po tekućim međunarodnim plaćanjima.</li> <li>- Preostale restrikcije na odljeve kapitala rezidenata potrebno je zadržati u primjeni zbog platnobilančnih razloga. Ove se kapitalne kontrole zadnje liberaliziraju,</li> <li>- (Napomena: HNB je od 1. siječnja 2011. ukinula ove kapitalne restrikcije).</li> <li>- Zbog dužničke krize u EMU, treba hitno uvesti kapitalne kontrole na odljeve kapitala rezidenata, s izuzetkom tekućih transakcija, koje su zajamčene konvertibilnošću kune po čl. VIII. Statuta MMF-a.</li> </ul>	<p>Prudencijalne politike i upravljanje rizicima</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pojačati makroprudencijalnu regulaciju banaka, osobito izloženost deviznim rizicima i rizicima promjene kamatnih stopa (<i>currency mismatch</i>). Aktivna politika de-euroizacije.</li> <li>- Unaprijediti upravljanje rizicima kod banaka, posebice deviznih rizika kod većih klijenata banaka.</li> <li>- HNB se mora usmjeriti na kontrolu rizika - zbog visoke tržišne koncentracije – kod najvećih hrvatskih banaka (<i>on site</i> supervizija).</li> <li>- HNB mora bolje koordinirati superviziju banaka s ostalim inozemnim institucijama za kontrolu banaka i EU i ECB-a.</li> </ul>	<p>Zakonodavni okvir</p> <p>U ovoj fazi zakonodavne promjene imaju za cilj unapređivanje korporacijskog upravljanja i reformu pravosuđa:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Unaprijediti korporacijsko upravljanje, posebice u javnom sektoru koji je izrazito neučinkovit i pod negativnim utjecajem politike (problem sistemske korupcije).</li> <li>- Ubrzati reformu hrvatskog pravosuđa, u skladu sa zahtjevima EU-a.</li> <li>- Novi zakon o HNB-u, kojim se stvaraju formalne i institucionalne pretpostavke za ulazak u EMU .</li> </ul>
<p>Zaduživanje banaka u inozemstvu</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Potrebna je limitirana i selektivna liberalizacija zaduživanja u inozemstvu od strane hrvatskih banaka i dužnika iz <i>tradable</i> sektora, uz pažljivu kontrolu HNB-a.</li> </ul>	<p>Restrukturiranje financijskoga sektora</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Realno iskazivanje aktive banaka (NPL)</li> <li>- Formiranje posebnih <i>forward</i> – <i>looking</i> rezervacija banaka za pokriće potencijalnih gubitaka, uslijed dužničke krize u eurozoni.</li> <li>- Zbog visoke razine NPL-a, i „čišćenja bilanci“ banaka nužno je dodatno jačanje kapitalne osnove.</li> <li>- Potrebno je jačanje ovlasti regulatora u kontroli slobode tržišnog natjecanja, s obzirom na problem kartelizacije najvećih banaka koje imaju oligopolni položaj na hrvatskom tržištu.</li> </ul>	<p>Restrukturiranje korporacijskog sektora</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Program smanjivanja zaduženosti korporacijskog sektora (<i>debt/equity ratio</i>).</li> <li>- Veća usmjerenost korporacijskog sektora na izvoz.</li> </ul>

Liberalizacija kapitalnoga računa	Reforme financijskoga sektora	Ostale politike liberalizacije
	<p>Mreža financijske sigurnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ukinuti <i>LOLR</i> za insolventne institucije, radi smanjivanja poticaja za moralni hazard banaka.</li> <li>- <i>LOLR</i> mora biti kratkoročna kreditna olakšica središnje banke, uz odgovarajući kolateral banaka.</li> </ul>	<p>Statistika i izvještavanje</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Unaprijediti statistiku za praćenje kapitalnih tokova, posebice izvještavanje središnje banke o kreditnim poslovima s inozemstvom</li> <li>- Razviti pokazatelje i ekonometrijske modele za rano upozoravanje na probleme u vezi eksterne zaduženosti zemlje.</li> </ul>
<b>Druga faza: Konsolidacija reformi: monetarni suverenitet, ali u okviru ERM-2 tečajnog mehanizma; 2017. – 2022.</b>		
<p>Priljevi i odljevi</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Smanjiti postojeće kapitalne kontrole na priljeve kapitala uz postupnu liberalizaciju odljeva kapitala rezidenata.</li> <li>- Ukloniti asimetričnost u kapitalnim kontrolama</li> <li>- Potrebno je odrediti sektore hrvatske privrede važne za nacionalnu sigurnost, u koje nisu dozvoljena izravna inozemna ulaganja.</li> </ul>	<p>Prudencijalne politike i upravljanje rizicima</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Daljnje unapređivanje upravljanja rizicima; HNB formulira tzv. makroprudencijalnu politiku, radi kontrole sistemskog rizika.</li> <li>- HNB bi trebala povećati broj i intenzitet <i>on site</i> supervizija banaka, a ostali regulatori moraju povećati kontrolu drugih financijskih institucija</li> <li>- Sklopiti aranžman između različitih domaćih regulatora te domaćih i stranih supervizijskih institucija, radi bolje koordiniranosti nadzora financijskih institucija.</li> </ul>	<p>Makroekonomske politike</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ekonomski rast je relativno visok i stabilan; inflacija pod kontrolom, dok je fiskalna pozicija povoljna.</li> <li>- Deficit tekućega dijela platne bilance je smanjen i na održivoj je razini (do 3 % BDP-a), tako da se može financirati na srednji rok iz privatnih kapitalnih priljeva.</li> <li>- Još uvijek postoji vjerojatnost iznenadnog šoka koji može djelovati na stabilnost deviznoga tečaja.</li> <li>- Ulazak Hrvatske u ERM-2 mehanizam.</li> </ul>

Liberalizacija kapitalnoga računa	Reforme financijskoga sektora	Ostale politike liberalizacije
	<p>Restrukturiranje financijskoga sektora</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Realnije iskazivanje kvalitete portfelja banaka te povećanje koeficijenata adekvatnosti kapitala banaka.</li> <li>- Središnja banka poduzima mjere za prijenos bankovnih rizika s državnog na privatni sektor.</li> </ul>	<p>Zakonodavni okvir</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Reforma pravosuđa završena.</li> <li>- Unaprijeđeno upravljanje kompanijama.</li> </ul>
	<p>Transparentnost</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Daljnje jačanje transparentnosti monetarne i fiskalne politike radi jačanja predvidivosti politike, posebice za nerezidente i strane ulagače.</li> </ul>	
<b>Treća faza: Završetak liberalizacije kapitalnoga računa i reformi, napuštanje monetarnog suvereniteta i eurizacija; 2022. – 2024.</b>		
<p>Završetak liberalizacije</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ukidanje kapitalnih kontrola; liberalizacija kapitalnih tokova.</li> <li>- Zadržavanje makroprudencijalnih regulacija koje mogu imati karakter kapitalnih restrikcija, kao što su kontrola neto otvorene devizne pozicije i ostalih kreditnih rizika.</li> </ul>	<p>Razvitak tržišta i sustava</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sagledati daljnji razvitak tržišta i institucija te sagledati mogućnosti pojave novih tržišnih rizika.</li> <li>- Nastavak reformi koje bi morale osigurati efikasne mehanizme za usmjeravanje nacionalne štednje u produktivne investicije, smanjujući tako oslonac na intermedijaciju bankovnog sustava.</li> </ul>	<p>Makroekonomske politike</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Makroekonomska stabilnost je osigurana: održivi rast, uz nisku inflaciju te održive razine deficita platne bilance i javnih financija.</li> <li>- Hrvatska napušta monetarni suverenitet i ulazi u EMU; euro postaje hrvatska nacionalna valuta.</li> <li>- Ekonomija je u stanju prilagoditi se vanjskim šokovima.</li> </ul>

Liberalizacija kapitalnoga računa	Reforme financijskoga sektora	Ostale politike liberalizacije
	Prudencijalne politike i upravljanje rizicima  - Prudencijalne politike i standardi supervizije usklađeni su sa svim međunarodnim standardima; potrebno je identificirati područja koja se mogu dodatno unaprijediti . - Regulatori nadalje moraju poticati financijske institucije da stalno unapređuju upravljanje rizicima.	Zakonodavni okvir  - Razmotriti pravni okvir za rješavanje insolventnosti, računovodstvene politike i pravosuđa, kako bi se identificirali preostali ili rješavali novi problemi. - HNB postaje dijelom sustava evropskih centralnih banaka i ECB-a.
	Restruktuiranje financijskoga sektora - Završetak procesa konsolidacije i privatizacije financijskoga sektora. - U ovoj fazi reformi nema opasnosti od sistemskog rizika, osigurana je profitabilnost, likvidnost i kvaliteta aktive financijskih institucija .	
	Mreža financijske sigurnosti  - <i>LOLR</i> usklađena sa ECB-om. - Sustav osiguranja depozita banaka učinkovit i financijski održiv.	

Osnovne promjene strategije upravljanja kapitalnim računom Hrvatske odnose se na četiri područja eksternih reformi<sup>5</sup>, u prvom razdoblju, za koje predviđamo da bi se mogle završiti do 2017. godine: (a) u strukturi kapitalnih tokova, predlažemo

<sup>5</sup> Okvirni program monetarne reforme i reforme financijskog sektora Hrvatske može se vidjeti u zborniku radova skupine hrvatskih monetarnih ekonomista (Jakovčević, Lovrinović i Radošević, urednici, 2011.). Predložene reforme obuhvaćaju refencijske politike (QE), bolju koordinaciju fiskalne i monetarne politike, te moderni koncept nezavisnosti centralne banke. Ali, cjelovita reforma financijskog sustava morala bi se usmjeriti na pet skupina pitanja koja su važna za izlazak Hrvatske iz ekonomske krize. To su: (1) monetarna politika; (2) reforma bankovnog sustava; (3) fiskalna politika; (4) strukturne reforme i (5) restrukturiranje inozemnog duga. Ukratko, financijske reforme pretpostavka su cjelovitih ekonomskih reformi i nove ekonomske politike.

zabranu daljnjeg zaduživanja u inozemstvu za korporacijski sektor, izuzev za kompanije iz izvozničkog sektora hrvatske ekonomije (takve mjere kontrole priljeva kapitala uspješno su primijenile brojne tržišne ekonomije, pa o tome opširnije vidjeti u: Cowan i de Gregorio, 2005.), kako bi se daljnje inozemno zaduživanje povezalo sa hrvatskim izvoznim projektima, odnosno zaduživanje bi bilo u funkciji jačanja izvoza. S druge strane, potrebno je uvesti kapitalne kontrole na odljeve kapitala hrvatskih rezidenata u inozemstvo (novije iskustvo “bijega kapitala” iz Grčke usred krize, pokazuje opravdanost preventivnog uvođenja takvih kapitalnih kontrola u Hrvatskoj). (b) Reforma financijskog sustava sadrži primjenu strategije deeurizacije i prenošenje deviznog rizika na poslovne banke, ukidanjem valutne klauzule i redenominacijom svih obveznih odnosa. (c) Restrukturiranje financijskog sektora obuhvaća potrebu realnog iskazivanja bilanci banaka, tzv. tržišnu valuaciju aktive banaka, posebice hipotekarnih zajmova, izdvajanje posebnih forward-looking rezervacija (koje se temelje na procijenjenim rizicima, koji mogu nastati u budućnosti) za otpis nenaplativih potraživanja, te rekapitalizaciju hrvatskih banaka. Ukratko, predložene mjere odnose se na jačanje stabilnosti financijskog sustava u uvjetima krize; naposljetku; (d) predlaže se odgoda ulaska Hrvatske u prijelazni tečajni režim ERM-2, kako bi se u tom prijelaznom razdoblju ostvarila realna konvergencija, te su nužne reflacijske politike u 2012. godini, kao najvažniji segment anti-krizne nove ekonomske politike Hrvatske. Zbog navedenih razloga, vremenski su prolongirane druga i treća faza reformi i liberalizacija kapitalnog računa, te napuštanje monetarnog suvereniteta i ulazak Hrvatske u EMU<sup>6</sup>.

## Zaključak

Upravljanje kapitalnim računom Hrvatske pokazalo se važnim elementom makroekonomskih politika u uvjetima dužničke krize Evropske monetarne unije, globalne ekonomske „recesije sa dvostrukim dnom“ i konvergencije Hrvatske

---

<sup>6</sup> Mora se, također, ovdje istaknuti da nije moguće precizno određivanje vremenskog okvira za ovakve kompleksne eksterne reforme i liberalizaciju kapitalnog računa Hrvatske, jer su takvi procesi u najvećoj mjeri determinirani sa dva ključna elementa: (a) dinamikom realne konvergencije Hrvatske prema EMU, s time da se u ovoj godini – zbog produbljenja ekonomske krize – očekuju divergentna makroekonomska kretanja; i, (b) zbog brzine rješavanja dužničke krize u EMU, koja zavisi od dinamike daljnjeg političkog integriranja Evropske unije, što se nastoji osigurati većim stupnjem fiskalne integracije Evropske unije. Ukratko, politički procesi u najvećoj mjeri utječu na ova ekonomska kretanja, što daje veliku dozu neizvjesnosti u provedbi eksternih reformi u Hrvatskoj. Zbog toga predložene rokove liberalizacije kapitalnog računa i ostalih reformi treba shvatiti samo kao jedan orijentacioni vremenski okvir za provedbu eksternih reformi u više faza provedbe, koje su međusobno uvjetovane i povezane.



prema Evropskoj monetarnoj uniji. Stupanj liberalizacije kapitalnih tokova s inozemstvom, prema teoremu „nemogućeg trojstva“ direktno utječe na razinu monetarnog suvereniteta svake nacionalne ekonomije.

U osnovi, kreatori ekonomske i monetarne politike kroz upravljanje kapitalnim računom i selektivnom liberalizacijom kapitalnih kontrola direktno utječu na stupanj fleksibilnosti vlastite monetarne politike<sup>7</sup>. Fleksibilnost monetarne politike potrebna je radi prilagodbe hrvatske ekonomije vanjskim šokovima potražnje, s obzirom na nefleksibilnost hrvatskog/evropskog tržišta rada i nedostatak mobilnosti radne snage unutar Evropske unije. Zbog toga smatramo da se upravljanjem kapitalnim računom, te s time povezanim reformama financijskog sustava kreatori ekonomske politike moraju konstantno baviti u cilju ostvarivanja dugoročnih razvojnih ciljeva Hrvatske.

Sasvim je izvjesno da će se svi rokovi liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom i ulaska u eurozonu morati prolongirati uslijed krize u eurozoni, koja je započela 2010. godine s financijskom krizom u Grčkoj, a intenzivirala se u kolovozu 2011., te nastavila krizom EU banaka i intervencijama ECB u razdoblju od prosinca 2011. do siječnja/ožujka 2012. godine. Postoje različiti scenariji daljnjeg razvitka krize u eurozoni (Cliffe, 2010.), te dinamike dezintegrativnih faktora u EMU (upućujemo na slijedeća istraživanja: Parisi-Capone, Das and Menegatti, 2010., te Roubini, Parisi-Capone and Menegatti, 2007.). Upravo zbog

---

<sup>7</sup> Prema zakonu nemogućeg trojstva (simplificirano tumačenje teorema, vidjeti u: Krugman, 2008.), primjena fiksnog tečajnog režima u uvjetima liberaliziranih kapitalnih tokova s inozemstvom, dovodi do prenošenja monetarnog suvereniteta na onu zemlju čiju valutu je Hrvatska preuzela kao nominalno sidro za dezinflaciju i indikator koji poslovne banke koriste za indeksaciju obveznih odnosa u domaćem financijskom sustavu. Ukratko, temeljna pogreška hrvatske monetarne i ekonomske politike u razdoblju 2001. – 2008. bila je u neadekvatnoj primjeni teorema nemogućeg trojstva, odnosno u tome što je tečaj nacionalne valute bio vezan za euro, dok je priljev kapitala bio potpuno liberaliziran, bez ikakvih selektivnih kapitalnih kontrola. To je posljedično rezultiralo kreditnom ekspanzijom hrvatskih banaka u stranom vlasništvu, na osnovi ubrzanog rasta inozemnog zaduživanja (IMF, 2011.), te dovelo do nastanka sindroma „realne aprecijacije“ i eurizacije financijskog sustava, što je, pak, imalo za posljedicu: (a) promjenu strukture hrvatskoga gospodarstva s proizvodno-izvozne matrice na uslužno-uvoznu strukturu ekonomije, povezano sa deindustrijalizacijom i razvojem tercijarnog sektora ekonomije; i, (b) problemom valutne neusklađenosti aktive i pasive nacionalne ekonomije i financijskog sustava (engleski, „currency mismatch“), što je uzrokom izrazite nestabilnosti hrvatskog financijskog sustava na eksterne šokove kakvi mogu biti prenošenje krize iz EMU u Hrvatsku ili prestanak priljeva kapitala iz inozemstva (IMF, 2011.a). Izlaz iz takve situacije u Hrvatskoj za sada se ne nazire, iako stručnjaci HNB sa velikim zakašnjenjem predlažu parcijalne mjere za kreditnu i depozitnu deeurizaciju (Galac, 2011.), što nije dovoljno. Prema našem mišljenju, rješenje ovog problema moralo bi se naći u mjerama tzv. „redenominacije“ svih obveznih odnosa u Hrvatskoj, tj. sustavne i ubrzane deeurizacije te refleksijske fiskalne i monetarne politike i selektivnoj primjeni kapitalnih kontrola centralne banke. Ukratko, radi se o tzv. „heterodoksnim“ makroekonomskim politikama, koje su bile vrlo uspješno primjenjivane u nekoliko slučajeva, primjerice 2008.-2011. na Islandu.

toga se zalažemo za što duže korištenje hrvatskog monetarnog suvereniteta i što kasniji ulazak Hrvatske u EMU, dok se prethodno ne ostvari realna konvergencija.

## IZVORI:

- Becker Torbjorn, Daianu Daniel, Darvas Zsolt, Gligorov Vladimir, Landesmann Michael, Petrovic Pavle, Pisani-Ferry Jean, Rosati Dariusz, Sapir Andre and Wender di Mauro Beatrice, (2010.): *Whither Growth in Central and Eastern Europe: Policy Lessons for an Integrated Europe*; Bruegel Blueprint Series; Volume 11.; Bruegel Institute; Brussels
- Bibow Joerg, (2011.): *Permanent and Selective Capital Account Management Regimes as an Alternative to Self-Insurance Strategies in Emerging-market Economies*; Working Paper No. 683; Levy Economics Institute of Bard College; Annandale-on-Hudson; September 2011
- Caprio Gerard and Klingebiel Daniela, (1996.): *Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking?*; paper prepared for the Annual World Bank Conference on Development Economics 1996; The World Bank; Washington DC
- Cliffe Mark, (2010.): *EMU Break-up: Quantifying the Unthinkable*; Financial Markets Research; Global Economics; ING Bank; London; 7 July 2010
- Cooper George, (2009.): *Uzroci financijskih kriza*; Masmmedia; listopad 2009.; Zagreb
- Cowan, Kevin and De Gregorio, Jose (2005.): *International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile*; NBER; NBER Working Paper No. 11382; Cambridge, MA; May 2005
- De Grauwe, Paul (2007.): *Economics of Monetary Union*; Seventh Edition; Oxford University Press; Oxford
- Eswar, Prasad and Rajan, G. Raghuram (2008.): *A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization*; NBER Working Paper Series No. 14051; Cambridge, MA; June 2008
- European Union, (2012.): *The Revised Stability and Growth Pact*; European Commission; Bruxelles
- Fahrholz H. Christian, (2007.): *New Political Economy of Exchange Rate Policies and the Enlargement of the Eurozone*; Physica Verlag, A Springer Company; Heidelberg
- Galac Tomislav, (2011.): *Globalna kriza i euroizacija u Hrvatskoj*; Istraživanja I-33; Hrvatska narodna banka; Zagreb; listopada 2011.

- Gligorov, Vladimir and Vidović, Hermine (2004.): *Debt Sustainability and Growth*; WIIW Research Papers No. 306; WIIW; Vienna, May 2004
- Hrvatska narodna banka (2006.): *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske*; Zagreb; travanj 2006.
- International Monetary Fund (2011.): *Republic of Croatia: Article IV Consultation Staff Report for the 2011*; IMF Country Report No. 11/159; Washington DC; June, 2011
- International Monetary Fund (2011.a): *Republic of Croatia: Selected Issues*; IMF Country Report No. 11/160; Washington DC; July, 2011
- Ishii, Shogo and Habermeier, Karl (2002.): *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*; International Monetary Fund; IMF Occasional Paper 211; Washington DC
- Jakovčević, Drago, Lovrinović, Ivan i Radošević, Dubravko (urednici), (2011.): *Novac i ekonomski rast*; Ekonomski fakultet Zagreb; Zagreb; lipnja 2011.
- Krugman Paul, (1998.): *The Eternal Triangle*; <http://web.mit.edu/Krugman/www/triangle.html>
- Lapavitsas Costas et al., (2011): *Breaking Up? A Route Out of the Eurozone Crisis*; Research on Money and Finance; London; November 2011
- Lovrinović, Ivan i Čorić, Tomislav, (2011.): „Monetarna pozicija Republike Hrvatske u procesu prilagodbe tečajnom mehanizmu ERM-2“; *Ekonomija*; godina 18.; broj 3.; Zagreb; studeni 2011.
- Moore, David and Vamvakidis, Athanasios (2007.): *Economic Growth in Croatia: Potential and Constraints*; International Monetary Fund; IMF Working Paper WP/07/198; Washington DC; August 2007
- Parisi-Capone Elisa, Das Arnab and Menegatti Christian, (2010.): *Eurozone Scenario Analysis*; RGE Monitor - Roubini Global Economics Service; New York; September 2010
- Radošević Dubravko, (2009.): *Liberalizacija kapitalnih transakcija i tečajni režimi u otvorenim ekonomijama*; neobjavljena doktorska disertacija; Ekonomski fakultet u Zagrebu; Zagreb; ožujak 2009.
- Radošević Dubravko, (2010.): «Platna bilanca, inozemna zaduženost i ekonomska politika Hrvatske»; *Ekonomija*; godina 17.; broj 1.; Zagreb; listopada 2010.
- Radošević Dubravko, (2010.a): „Strategija liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom“; *Ekonomski pregled*; broj 12.; prosinca 2010.
- Radošević Dubravko, (2011.): „Neizvjesnost i anticiklična monetarna politika“: Jakovčević Drago, Lovrinović Ivan i Radošević Dubravko (ur.), *Novac i ekonomski rast*; Ekonomski fakultet; Zagreb; srpnja 2011.

- Radošević, Dubravko i Zdunić, Stjepan (2007.): „Hrvatska tranzicijska konvergencija“; *Ekonomski pregled*; broj 12.; prosinca 2007.; Zagreb
- Roubini Nouriel, Parisi-Capone Elisa and Menegatti Christian, (2007.): *Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations*; RGE Monitor - Roubini Global Economics Service; New York; June 2007
- Sever Ivo i suradnici, (2009.): *Polazišta nove ekonomske politike u uvjetima recesije*; Znanstveno društvo ekonomista; Zagreb; www.zde.hr
- Williamson, John (2008.): *Exchange Rate Economics*; Peterson Institute for International Economics; Working Paper Series No. WP 08 - 3; Washington, D.C., February 2008
- Zdunić, Stjepan (1993.): *Politika stabilizacije i liberalizacije u strategiji razvoja hrvatskog gospodarstva*; Privredna kretanja i ekonomska politika; Narodna banka Hrvatske i Ekonomski institut; Zagreb; broj 24.; rujan 1993.
- Zdunić Stjepan, (2011.): «Od nemogućeg monetarnog trokuta do ekonomske depresije»; u: *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*; Rijeka; prosinca 2011.

## CAPITAL ACCOUNT MANAGEMENT IN CROATIA AND DEBT CRISIS IN EUROPEAN MONETARY UNION: A REAPPRAISAL

### Summary

The global financial crisis has changed views on capital controls as economic policy measures. Capital account liberalization has been replaced with the new strategy of capital account management (CAM) and capital flows measures (CFM). Liberalization must necessarily be coordinated with stronger regulation and control of the financial markets in order to avoid the instability of the financial sector in Croatia and a possible financial crisis, and must be implemented with macroprudential policy of the central banks. We have to reconsider the former capital account liberalization strategy, because of the eurozone debt crisis. There are risks of financial contagion from PIIGS countries, in particular the crisis in Italy which could have an important impact on Croatia. Croatia's accession to EMU involves three phases: the first phase is the period before accession to EU, when the country still can pursue an independent monetary policy and can freely choose its foreign exchange regime. The second phase starts with accession to EU and ends with accession to EMU. In this period the country enters the ERM2 mechanism. The third period involves accession to EMU and the ECB system, the introduction of the euro and the abolishment of the national currency. After an optimistic scenario, Croatia could become an EU member by mid-2013, but we would not enter ERM2 until 2017. A worsening of the recession in eurozone could have a high negative impact on the speed of Croatia's entry in EMU, which could be thus realized in 2022.

Keywords: capital controls, capital flows, financial crisis, capital account management, eurozone debt crisis, ERM-2, nominal and real convergence