

# STRATEGIJA LIBERALIZACIJE KAPITALNIH TOKOVA HRVATSKE S INOZEMSTVOM

---

**Radošević, Dubravko**

*Source / Izvornik:* **Ekonomski pregled, 2011, 61, 725 - 768**

**Journal article, Published version**

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:213:606211>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2022-01-19**



*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

## STRATEGIJA LIBERALIZACIJE KAPITALNIH TOKOVA HRVATSKE S INOZEMSTVOM

*Liberalizacija kapitalnog računa zahtijeva različite sequencing strategije zavisno o strukturi kapitalnih tokova, prije svega, strukture kapitalnih priljeva. Selektivna liberalizacija kapitalnog računa – s različitim redoslijedom i brzinama liberalizacije individualnih komponenti međunarodnih tokova kapitala – mora biti sastavnim dijelom strategije liberalizacije financijskoga sektora i nacionalne ekonomije. 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. Ulazak Hrvatske u EMU mogao bi se odvijati u tri faze: u prvoj fazi, prije ulaska u EU, zemlja može voditi neovisnu monetarnu politiku i samostalno određuje tečajni aranžman. Druga faza liberalizacije morala bi započeti ulaskom Hrvatske u članstvo EU i EMU, jer bi Hrvatska tada morala ući u ERM-2 mehanizam. U trećoj fazi, Hrvatska ulazi u EMU, tj. napušta vlastiti monetarni suverenitet i HNB postaje dijelom sustava ECB. Prema optimističkom scenariju, Hrvatska može postati članicom Europske Unije godine 2012., a uvesti euro najranije godine 2017. Isto bi tako, recesija u eurozoni moglo bi imati znatne negativne posljedice na brzinu ulaska Hrvatske u EMU, što bi se moglo ostvariti tek godine 2020.*

*Ključne riječi: kapitalne kontrole, kapitalni tokovi, financijska kriza, liberalizacija kapitalnoga računa*

---

\* D. Radošević, doc. dr. sc., znanstveni suradnik, Ekonomski institut Zagreb, (e-mail: dradosevic@eizg.hr). Rad je primljen u Uredništvo časopisa Ekonomski pregled 20. prosinca 2010. godine.

## Uvod<sup>1</sup>

Predmet je ovoga istraživanja analiza modela liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske s inozemstvom. osnovna teza istraživanja glasi da je da Hrvatskoj - na srednji rok, u sklopu njezine ekonomske konvergencije Europskoj Uniji (EU) i Europskoj monetarnoj uniji (EMU) - potrebna postupna liberalizacija kapitalnog računa. Kratkoročno, Hrvatskoj će biti potrebno uvođenje i pomna primjena određenih novih oblika kapitalnih kontrola. Pritom se posebno analiziraju »redosljedni mjera« za liberalizaciju kapitalnih tokova i njihovu konzistentnost unutar istog sektora i između pojedinih sektora. Brzina prilagođavanja (engleski: *speed of adjustment*) i redosljed mjera za liberalizaciju (engleski: *sequencing*) kapitalnih transakcija s inozemstvom ovise o konkretnoj situaciji u nacionalnom gospodarstvu. Konačni je cilj i svrha ovog istraživanja formulirati osnovne smjernice za optimalnu strategiju liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske.

### 1. Preporuke za određivanje brzine i redosljeda reformi

Svaka zemlja mora samostalno odrediti odgovarajuću brzinu i redosljed reformi (Radošević, 2009.), polazeći od konkretnih okolnosti koje su specifične za svaku pojedinu ekonomiju. Nsouli i ostali (2002.) sugerirali su preporuke za reforme namijenjene onima koji odlučuju o ekonomskim politikama. Te preporuke predlažu temeljne principe za određivanje brzine reformi:

- (1) Potrebno je procijeniti početne uvjete u kojima se nalazi konkretna ekonomija, razmjere neravnoteža i strukturne neusklađenosti. Ako su inicijalne neravnoteže i strukturne neusklađenosti znatne, tada je potrebna gradualistička strategija reformi.
- (2) Procjena raspoloživosti financiranja, koje stoji na raspolaganju, vrlo je važna. Ako je pojedina zemlja već visoko zadužena, brzina reformi morala bi se usporiti, jer dalje zaduživanje za strukturne reforme više nije moguće.
- (3) Bilo bi potrebno vidjeti kakvi su institucionalni kapaciteti za formuliranje i provedbu reformi. Što je veći institucionalni kapacitet, veća može biti brzina provedbe reformi.
- (4) Vrlo važan aspekt ekonomskih reformi je i politička ekonomija, tj. političke okolnosti u konkretnoj zemlji. Primjerice, ako se vlada nalazi na isteku man-

---

<sup>1</sup> Ovaj rad je nastao kao rezultat istraživanja autora u Ekonomskom institutu Zagreb, u sklopu znanstvenog projekta „Makroekonomska konvergencija Republike Hrvatske Europskoj uniji“ Ministarstva znanosti, obrazovanja i športa Republike Hrvatske.

data, tj. ako joj predstoje izbori, tada će biti oprezna u poduzimanju dubljih reformi.

- (5) Važno je, također, ocijeniti mogu li vlasti zadržati dinamiku reformi ili, čak, ubrzati ekonomske reforme. Isto se tako radi o procjeni jesu li vlasti sposobne pridobiti široku potporu javnosti za reforme, tj. ostvariti društveni konsenzus za reforme. Ovdje se radi i o procjeni utjecaja jakih interesnih skupina koje se protive reformama.
- (6) Posebno je važno vidjeti mogu li vlasti povećati kredibilitet programa reformi. Stupanj kredibiliteta ovisi o mnogim faktorima. Ponekad je potrebno poduzeti odlučne mjere već na početku procesa reformi (engleski: *front – loaded approach*), da bi se zadržala vjerodostojnost.
- (7) Važna je i ocjena o tome koliko su ciljevi reformi ambiciozni. Vlasti bi morale utvrditi prioritete reformi i utvrditi realne rokove za njihovo ostvarivanje.
- (8) Koje su opcije za politike reformi? Isti ciljevi reformi mogu biti ostvareni primjenom različitih politika, s različitim troškovima prilagodbe i učincima na distribuciju dohotka. Primjerice, u sustavu fiksnog tečajnog režima prilagodba platne bilance može se ostvariti kombinacijom deprecijacije tečaja i ostalih politika koje podržavaju promjenu relativnih cijena. Ili, isti se ciljevi mogu ostvariti kombinacijom restriktivne fiskalne i restriktivne monetarne politike. U prvome će slučaju (deprecijacije) biti viši inflatorni pritisci, a kod druge će opcije (restriktivne politike) biti viši kratkoročni troškovi prilagodbe: niži rast, ali uz niže inflatorne učinke. Ovdje se radi o usporedbi različitih opcija i o procjeni tzv. *trade off-a*.
- (9) Postoji li rezervni plan koji bi se mogao primijeniti u slučaju neuspjeha reformi ili neočekivanih šokova? Odgovarajući bi rezervni mehanizam, točnije politike koje se mogu primjenjivati u slučaju drugačijih utjecaja na reforme, mogao ubrzati reformske procese.

U nastavku se navode četiri ključne preporuke za određivanje redoslijeda reformi:

- (1) Vrijeme za pripremu reformi važno je za njihov uspjeh. Zbog toga se u redoslijedu reformi mora predvidjeti i vrijeme prijeko potrebno za njihovu primjenu.
- (2) Specifične reforme često su potreban preduvjet za cjelovite reforme. Na primjer, prije liberalizacije kapitalnoga računa potrebno je imati stabilan financijski sustav. Ili, makroekonomska je stabilnost osnovni preduvjet drugih ekonomskih reformi.
- (3) Važno je identificirati komplementarne politike, mjere koje su nadopuna reformama, a često su važne za pravilan odabir redoslijeda reformi. Primjerice, uvođenje mreže socijalne sigurnosti bitno je za uspjeh reformi jer rješava

problem privremene nezaposlenosti i nepovoljne distribucije dohotka, koji su posljedica prilagodbe ekonomije.

- (4) Konfliktnost instrumenata. Redoslijed reformi mora uzeti u obzir činjenica da može postojati konflikt među različitim instrumenatima ekonomske politike. Primjerice, vanjskotrgovinska liberalizacija može zahtijevati realnu deprecijaciju tečaja, a liberalizacija kapitalnoga računa može dovesti do realne aprecijacije tečaja.

## **2. Operativni okvir za određivanje strategije redoslijeda liberalizacije kapitalnog računa**

U ovome dijelu analize pokušava se definirati operativni okvir za određivanje strategije redoslijeda liberalizacije kapitalnoga računa i za njezinu koordinaciju s ostalim ekonomskim politikama.

Osnovna je pretpostavka analize da postoji stručni konsenzus ekonomista da nije moguće dati gotova rješenja za formuliranje operativnoga plana redoslijeda i koordinacije liberalizacije kapitalnoga računa s ostalim reformama. U izradi strategije liberalizacije kapitalnog računa potrebno je uzeti u obzir konkretne okolnosti u pojedinoj zemlji. Potrebno je istaknuti da ne postoji jedinstveni pristup, neka jednostavna pravila u određivanju redoslijeda i koordinaciji mjera liberalizacije kapitalnoga računa. No, moguće je utvrditi opće principe na temelju konkretnih iskustava drugih zemalja koje su provele liberalizaciju kapitalnog računa.

Ishii i Habermeier (2002.) predložili su metodologiju za izradu plana redoslijeda mjera za liberalizaciju kapitalnog računa i koordinaciju tih mjera s ostalim ekonomskim politikama. Opći principi za određivanje redoslijeda mjera u liberalizaciji kapitalnih međunarodnih transakcija mogli bi biti kako slijedi:

- (1) Uklanjanje kapitalnih restrikcija i financijska liberalizacija mogu se započeti u sklopu makroekonomske stabilnosti. Posebna se pozornost mora dati konzistentnosti tečajnoga režima s ostalim makroekonomskim i strukturnim politikama.
- (2) Posebne financijske reforme moraju imati prioritet; npr. odgovarajući monetarni aranžman i upravljanje javnim dugom moraju biti takvi da se može upravljati kratkoročnim tokovima kapitala.
- (3) Pojedine bi se financijske reforme u različitim sektorima morale primjenjivati istovremeno. Na primjer, uvođenje indirektnih tržišnih instrumenata monetarne politike moralo bi biti usklađeno s razvitkom tržišta vrijednosnica i deviznim tržištem.

- (4) Radi boljega upravljanja rizicima i radi jačanja financijske stabilnosti, potrebno je uvođenje makroprudencijalnih mjera i supervizije i financijskoga restrukturiranja financijskoga sustava. Primjerice, uvođenjem većega stupnja fleksibilnosti tečaja, potrebne su makroprudencijalne politike za kontrolu deviznoga i tržišnoga rizika.
- (5) Liberalizacija kapitalnoga računa po instrumentima i sektorima morala bi se odvijati prema redosljedu koji uzima u obzir popratne rizike. Na primjer, najčešće se predlaže strategija liberalizacije dugoročnih tokova kapitala, pa tek nakon toga liberalizacija kratkoročnih kapitalnih tokova.
- (6) Brzina reformi morala bi uzeti u obzir financijsko stanje nefinancijskih institucija i njihov utjecaj na kreditni portfelj i kapitalnu osnovicu financijskih institucija. Primjerice, u slučaju visoke zaduženosti korporacijskog sektora, njihov financijski položaj može postati neodrživim. Tada će biti potrebno određeno razdoblje za restrukturiranje nefinancijskih institucija, ali i bankovnog sektora.
- (7) Sve reforme zahtijevaju određeno razdoblje za svoju tehničku pripremu i za stvaranje institucija.
- (8) Potrebno je uzeti u obzir učinkovitost postojećih kapitalnih kontrola.
- (9) Brzina i redosljed liberalizacije moraju uzeti u obzir postojeće političke i regionalne okolnosti.
- (10) Potrebna je veća transparentnost monetarne i financijske politike, kako bi podržale liberalizaciju kapitalnoga računa.

Navedenih deset općih principa za utvrđivanje redosljeda liberalizacije kapitalnog računa mogu se primijeniti uz različite brzine reformi. U svakom slučaju, brzina i redosljed reformi morali bi biti međusobno usklađeni.

U ekonomskoj literaturi formulirani su opći principi liberalizacije kapitalnoga računa. U osnovi, takvi opći principi liberalizacije preklapaju se kod većine autora. To govori o konzistentnosti i relativno visokom stupnju njihove objektivizacije te o ostvarenom stručnom konsenzusu. Primjerice, opći principi za određivanje redosljeda mjera liberalizacije kapitalnoga računa, koje navodi Karacadag (2003.), djelomično se temelje na istraživanjima drugih ekonomista (Ishii i Habermeir, 2002.; Sundararajan i ostali 2002.; Eichengreen, 2004.).

Radi ilustracije, navode se opći principi za »eksternu liberalizaciju«, što se primarno odnosi na liberalizaciju kapitalnoga računa (Karacadag i ostali, 2003.):

- (1) Liberalizacija kapitalnih tokova po instrumentima i po sektorima morala bi se odvijati prema redosljedu koji jača domaću financijsku liberalizaciju i unapređuje upravljanje rizicima.
- (2) U provedbi reformi potrebno je uzeti u obzir učinkovitost postojećih kapitalnih kontrola.

- (3) Potrebna je transparentnost podataka koja će poduprijeti liberalizaciju kapitalnoga računa.

### **3. Osnove strategije liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske**

U ovome dijelu istraživanja analiziraju se slijedeći aspekti liberalizacije kapitalnoga računa:

- (1) Kojim redoslijedom liberalizirati kapitalne inozemne transakcije i uskladiti s promjenom tečajnog režima, ili točnije što treba učiniti prvo: liberalizirati tokove kapitala ili povećati stupanj fleksibilnosti tečajnoga aranžmana?
- (2) Kakav bi morao biti odnos liberalizacije i regulacije?
- (3) Koju strategiju liberalizacije odabrati: gradualističku ili strategiju brze liberalizacije; koristeći se linearnim ili selektivnim pristupom u uklanjanju kapitalnih kontrola?
- (4) Predložimo okvirnu strategiju liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske, ali povezano s liberalizacijom financijskoga sektora i s ostalim reformama.
- (5) Na posljetku, zbog visoke inozemne zaduženosti Hrvatske (koja je postala ranjiva na vanjske šokove) potrebne su mjere za stabiliziranje kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom.

#### ***3.1. Redoslijed liberalizacije kapitalnoga računa i promjene tečajnog režima***

Većina važnih istraživanja pokazuje da je optimalni redoslijed u liberalizaciji kapitalnoga računa takav da se prvo mora povećati stupanj fleksibilnosti tečajnoga režima, a tek se tada pristupa liberalizaciji kapitalnoga računa. Naime, usvajanje fleksibilnog tečajnog režima (prije uklanjanja kapitalnih kontrola) ima dvije prednosti: (1) fleksibilni tečajni aranžman neutralizirat će realne učinke na ekonomiju koje imaju volatilni tokovi kapitala; (2) tečajna fleksibilnost spriječit će špekulativne priljeve kapitala, zbog povećanog deviznog rizika. No, kapitalne su restrikcije zbog »asimetričnosti« u stupnju liberaliziranosti kapitalnog računa, mnogo intenzivnije na kapitalne priljeve nego na odljeve. Prijelaz na fleksibilniji tečajni aranžman morao bi biti podržan postupnim uklanjanjem postojeće asimetričnosti kapitalnog računa. Na primjer, opravdanom se može pokazati liberalizacija odljeva kapitala da bi se smanjili (aprecijacijski) pritisci zbog snažnih kapitalnih

priljeva. Tako bi se omogućilo uredno uklanjanje tzv. *misalignment* problema, fundamentalne neravnoteže deviznoga tečaja.

Naposljetku, prije usvajanja fleksibilnijega tečajnoga režima, moraju se stvoriti operativne pretpostavke za uvođenje novoga monetarnoga okvira (alternativnoga »nominalnoga sidra«), strategije tzv. »targetirane inflacije« i kontrole deviznog rizika, uvođenjem prudencijalnih kontrola i supervizije (opširnije vidjeti u: Oetker – Robe i Vavra, 2007.).

Nakon konačnoga prijelaza na fleksibilniji tečajni režim, potpuna liberalizacija kapitalnoga računa može biti provedena. Redoslijed mjera za prijelaz na fleksibilniji tečajni režim ovisan o stupnju pripremljenosti za fleksibilni tečaj, o stupnju otvorenosti kapitalnoga računa, makroekonomskoj situaciji te okolnostima na domaćim i međunarodnim tržištima kapitala.

Strategija prijelaza na fleksibilniji tečajni režim zahtijeva dobru koordinaciju sa strategijom liberalizacije kapitalnoga računa pa bi mogla imati ove elemente (opširnije vidjeti u: Oetker – Robe i Vavra, 2007.):

- (1) Potrebno je povećati vjerodostojnost monetarne politike.
- (2) Nuždan je izbor alternativnoga nominalnoga sidra, primjenom gradualističke strategije.
- (3) Potrebna je dobra priprema, znatno prije početka primjene »izlazne strategije«.
- (4) Strategija ciljane inflacije zahtijeva određene preduvjete: fiskalnu disciplinu, operativnu neovisnost centralne banke i njezinu transparentnost i odgovornost.
- (5) Brzina prijelaza na fleksibilniji tečajni režim mora uzeti u obzir stupanj liberaliziranosti kapitalnoga računa: primjerice, niži stupanj liberalizacije kapitalnog računa olakšava primjenu fiksnog tečajnog sustava ili upravljanje tečajem u okviru utvrđenih margina/granica plivanja.
- (6) Brzina izlaska iz rigidnijeg tečajnog sustava mora uzeti u obzir stupanj otvorenosti kapitalnoga računa: npr., manje otvoreni kapitalni račun pogodan je za primjenu vezanoga tečaja ili tečaja s utvrđenim marginama plivanja.
- (7) Postoje rizici liberalizacije kapitalnoga računa prije usvajanja fleksibilnijega tečajnog režima. Uvođenje višega stupnja fleksibilnosti tečajnoga aranžmana prije liberalizacije kapitalnoga računa optimalna je strategija liberalizacije. To će omogućiti ekonomiji da bolje apsorbira šokove na kapitalnom računu bilance plaćanja, uz niže troškove za realnu ekonomiju. S druge strane, liberalizacija kapitalnoga računa poboljšat će rad deviznog tržišta, što je preduvjet za uvođenje fleksibilnijega tečajnog režima.
- (8) Prijelaz na fleksibilniji tečajni režim može se potaknuti uklanjanjem ili jačanjem postojećih asimetričnosti stupnja liberaliziranosti kapitalnoga računa,



da bi se podržala uredna korekcija *misalignment* problema. Primjerice, uklanjanjem restikcija na odljeve kapitala da bi se smanjili efekti priljeva kapitala ili tako da se dugoročni tokovi kapitala liberaliziraju prije kratkoročnih. Preostale kapitalne kontrole mogu se uklanjati postupno, nakon uspješnog prijelaza na fleksibilni tečajni aranžman.

Takav gradualistički pristup u određivanju redoslijeda pridonosi liberalizaciji kapitalnoga računa. Prvo, povećanje stupnja fleksibilnosti tečajnog aranžmana. Zatim, uklanjanje asimetričnosti kapitalnih restrikcija. I treće, postupna liberalizacija kapitalnoga računa (koja je konzistentna s fleksibilizacijom tečajnog sustava) postala je prevladavajuća doktrina kod glavnih monetarnih institucija i monetarnih vlasti najrazvijenijih zemalja. Primjerice, smatra se da je veći stupanj fleksibilnosti tečaja kineskog renminbija/yuana preduvjet za liberalizaciju kapitalnog računa NR Kine. Prema ovim autorima (Eswar Prasad i ostali, 2005.) fleksibilnost yuana ne znači slobodno plivanje, nego bi, u početku, kineska valuta mogla fluktuirati u okviru šireg raspona margina ili biti vezana za košaricu valuta (a ne više samo za američki dolar).

Ukratko, takva strategija liberalizacije tečajnoga režima i kapitalnoga računa te redoslijed reformskih politika ima značajne konkretne ekonomsko-političke implikacije na pojedine ekonomije, ali i na međunarodna monetarna kretanja.

Naposljetku, strategija liberalizacije kapitalnoga računa u sklopu približavanja Hrvatske Europskoj uniji (i Europskoj monetarnoj uniji) izuzetno je složen reformski proces. Primjerice, kod izbora tečajnoga aranžmana, zemlja koja pristupa EU-u morala bi uzeti u obzir tri konfliktna cilja: (1) da osigura određenu stabilnost tečajnoga režima u uvjetima volatilnosti kapitalnih tokova; (2) da regulira normalnu razinu realne aprecijacije, zbog djelovanja Balassa - Samuelsonovog teorema; (3) da zadovolji kriterij niske inflacije u sklopu zadovoljavanja kriterija iz Maastrichta. Zadovoljavanje kriterija EU-a podrazumijeva koordiniranost strategije liberalizacije kapitalnoga računa sa strategijom povećanja fleksibilnosti tečajnoga aranžmana.

### **3.2. Liberalizacija tržišta kapitala i financijskoga sustava i teorija regulacije**

Liberalizacija tržišta kapitala i financijskoga tržišta ne mora uvijek dovesti do bržeg ekonomskog rasta, već može biti uzrokom povećane nestabilnosti ekonomije. Prema empirijskim studijama (primjerice, izuzetno je važna empirijska studija o utjecajima financijske globalizacije na ekonomski rast koju svakako treba konzultirati, vidjeti u: Eswar Prasad i ostali, 2003. i 2006a.) liberalizacija

tržišta kapitala povećala je makroekonomske rizike, bez značajnijeg učinka na ekonomski rast.

Detaljnija analiza zašto financijska liberalizacija nije uvijek poželjna predmet je novih teorija u monetarnoj ekonomici (najznačajniji je rad iz ove oblasti: Stiglitz i Greenwald, 2003.). Ključni zaključci nove teorije sasvim su jasni: liberalizacija tržišta kapitala i financijska liberalizacija morale bi se provesti vrlo oprezno, s time da su složenost strategije liberalizacije i rizici povezani s time podržali opredjeljenje za strategiju gradualizma. Stiglitz i Greenwald smatraju da deregulacija i liberalizacija financijskih tržišta i tržišta kapitala moraju biti popraćene pomnom primjenom makroprudencijalnih kontrola, kako bi se sačuvala stabilnost financijskoga (i bankovnog) sustava. Polazeći od teze da regulator ima imperfektne informacije i banke može kontrolirati samo indirektno, nova teorija regulacije banaka postaje klasičnim problemom odnosa »principala i agenta«. Regulator (principal) primjenom kontrola pokušava utjecati na ponašanje banaka (agent), da bi banke više djelovale u skladu sa društvenim ciljevima. Problem asimetričnih informacija (dužnika i kreditora) od manje je važnosti u odnosu na problem „moralnog hazarda“, koji je ključni faktor u nastanku financijskih kriza.

Zbog toga se smatra da bi se morali preferirati »cjenovni mehanizmi« (financijske regulacije) koji direktno utječu na glavni uzrok problema, na razliku među društvenim i privatnim koristima (ciljevima). Ali u nemogućnosti da se direktno utječe na razliku među društvenim i privatnim koristima, poželjno je koristiti se cijelim nizom različitih instrumenata - cjenovnim, ali i kvantitativnim mehanizmima. Vrlo je teško razlučiti cjenovne od kvantitativnih intervencija. Najčešće su potrebne tzv. »nelinearne cjenovne intervencije«, a u nekim su slučajevima potrebne »čiste«, »linearne cjenovne« ili strogo »kvantitativne intervencije«. Ne postoji samo jedan glavni instrument. Stiglitz i Greenwald razmatrali su alternativni pristup financijskoj regulaciji, koristeći se tzv. »portfolio pristupom regulaciji« ili, bolje rečeno, »portfolio pristupom regulaciji banaka«.

Podrobnija analiza ovoga novoga pristupa u teoriji financijske regulacije izvan je okvira ove analize, ali se zbog boljšega razumijevanja i većega stupnja konzistentnosti naše analize, prikazuju tri osnovne karakteristike tog pristupa:

- (1) teorija regulacije banaka morala bi započeti modelom (teorijom) ponašanja banaka
- (2) vlada može provoditi isključivo imperfektnu kontrolu poslovanja banaka
- (3) zbog toga vlada mora poduzimati takve intervencije koje će zajednički djelovati na poticaje banaka i na ograničenja s kojima se one suočavaju.

U tom je smislu potrebno istaknuti da se mogu uvoditi različite restrikcije koje će smanjiti stupanj rizičnosti portfelja banaka. Za potrebe naše analize nužno je ukazati na restrikcije kojima se limitira izloženost banaka rizicima kratkoročnog inozemnog zaduživanja ili/i valutne neusklađenosti (engleski: *currency*

*mismatch*) aktive i pasive u bilancama banaka, što dovodi do rizika promjene tečaja i financijskih kriza. Ukratko, restrikcije kojima se ograničuje devizna izloženost banaka (rizicima promjene deviznoga tečaja) pokazuju vrlo usku povezanost makroekonomske politike i politike financijske regulacije. Politika financijske regulacije može djelovati na makroekonomske politike na različite načine. Primjerice, ekonomije s visokim stupnjem izloženosti deviznom riziku blokirane su u makroekonomskoj politici - prednosti koje ostvare povećanjem izvoza (zbog devalvacije) izgubit će nastankom gubitaka u bilancama banaka (negativne tečajne razlike).

Zbog toga je vrlo važno kontrolirati devizni rizik u domaćem financijskom (bankovnom) sustavu (Goldstein i Turner, 2004.), da bi se rizik smanjio na prihvatljivu razinu (mjereno udjelom rizika u kapitalu banaka). Povećana fleksibilnost tečajnoga režima nije moguća bez odgovarajuće kontrole deviznoga rizika (*currency mismatch*) u financijskom sustavu – a to zato što je prijenos inflatornih učinaka (zbog deprecijacije domaće valute) vrlo ograničen uslijed djelovanja *exchange rate pass-through* teorije. Dakle, mnogo je važnije djelovanje deviznog rizika na bilance banaka, tzv. *balance-sheet* problem. Navedene teoretske pretpostavke mogu se sasvim empirijski potvrditi na primjeru hrvatske ekonomije. Djelovanje teorije prijenosa učinaka deprecijacije tečaja na domaću inflaciju u Hrvatskoj (o čemu smo dali prikaz u prethodnim dijelovima naše analize) potvrdili su ekonomisti MMF-a (Billmeir i Bonato, 2002.). Isto se odnosi na učinke promjene deviznoga tečaja i kamatne stope na međunarodnim tržištima kapitala na bilance hrvatskih banaka.

Koristeći se tzv. »bilančnim pristupom« (engleski: *balance-sheet approach - BSA*), MMF je - radi procjene „ranjivosti“, osjetljivosti bilanci na negativne šokove - izradio prvu takvu analizu bilanci svih glavnih sektora hrvatske ekonomije (IMF, 2007.). BSA je metoda za analizu nacionalne ekonomije kao sistema međusobno povezanih sektorskih bilanci. Dok se tradicionalna makroekonomska analiza koristila analizom agregatnih varijabli »tokova« (primjerice, fiskalni računi ili platna bilanca), BSA je usmjeren na »stanja« (npr. aktiva i pasiva financijskog sustava). U BSA se konstruiraju detaljne bilance glavnih sektora nacionalne ekonomije radi analize ročne, valutne i kapitalne neusklađenosti te međusektorske povezanosti. BSA može osigurati uvid u strukturne neusklađenosti bilanci pojedinih sektora nacionalne ekonomije te s time povezanu procjenu ranjivosti ekonomije na različite šokove.

Podrobnija analiza ovoga istraživanja MMF-a nije u središtu ove analize, ali su njezini zaključci vrlo važni. Zbog toga će se, za potrebe naše analize, dati skraćeni prikaz agregatne neravnoteže bilanci hrvatske ekonomije. Zbirni bilančni podaci za hrvatsku ekonomiju pokazuju značajno pogoršavanje neto eksterne pozicije Hrvatske u razdoblju od godine 2000. do 2005. Primjerice, bruto inozemno zaduženje Hrvatske poraslo je sa 60,6 % (neto inozemno zaduženje – 28,7 %) na

82,5 % BDP-a (neto inozemno zaduženje – 42,9 %). Negativna neto inozemna pozicija svih sektora hrvatske ekonomije ostvarila je rast sa 22 % na 40 % BDP-a. Na to su najviše utjecale negativna eksterna pozicija privatnoga nefinancijskoga sektora i javnoga sektora, a pozitivne su neto eksterne pozicije bile ostvarene kod privatnoga financijskoga sektora i središnje hrvatske banke.

Ukratko, potencijalna ranjivost hrvatskoga financijskoga sustava proizlazi iz njegove znatne negativne pozicije u usporedbi s nerezidentima i zbog kreditne izloženosti prema domaćem nefinancijskom sektoru. Analiza osjetljivosti bilanci u odnosu na financijske šokove (rizik deprecijacije tečaja i/ili povećanja kamatnih stopa u inozemstvu) pokazuje da su najranjivije privatne nefinancijske korporacije. Iz toga proizlazi zaključak da je bilančna analiza pokazala vrlo visok stupanj ranjivosti hrvatske ekonomije na promjenu tečaja, zbog visokoga stupnja euroizacije. Ukratko, brzi rast kredita i inozemno zaduživanje uzrokovali su kumuliranje visoke razine neto obveza kod privatnoga nefinancijskoga sektora, što je uzrokovalo visoki stupanj osjetljivosti bilanci na promjene deviznoga tečaja i kamatnih stopa.

U uvjetima visoke euroizacije iznenadne i veće promjene deviznog tečaja mogu imati izrazito negativne bilančne učinke. S druge strane, povećana ranjivost financijskoga sustava implicira još većim značenjem uvođenja mjera makroprudencijalne kontrole i nadzora banaka. To podrazumijeva bolju kontrolu i upravljanje rizicima banaka te stvaranje deviznih obveza banaka i izloženosti deviznim rizicima kod neosiguranih klijenata.

### ***3.3. Brzina i redosljed liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske***

Zbog velikoga priljeva kapitala u Hrvatsku potrebni su kontrolirani pristup liberalizaciji kapitalnoga računa i strategija limitirane i selektivne liberalizacije. Individualne komponente kapitalnoga računa mogu biti selektivno liberalizirane kao dio programa financijske liberalizacije. Većina zemalja OECD-a zadržala je određene kapitalne restrikcije (opširnije vidjeti rezervacije pojedinih zemalja kojima se zadržavaju selektivne kapitalne kontrole po pojedinim vrstama kapitalnih tokova, u: OECD, 1990.). To se uglavnom odnosilo na ograničenja vezana uz izravne strane investicije i uz određene financijske inozemne transakcije. Hrvatska će također morati zadržati određene selektivne kapitalne kontrole koje će odražavati stanje i strukturu financijskog tržišta, kao i sektorske i strateške prioritete hrvatske ekonomije.

U liberalizaciji kapitalnog računa bit će neophodno primijeniti različite »sequencing strategije«, zavisno od strukture kapitalnih tokova, primarno prilje-

va kapitala. U određivanju redoslijeda liberalizacije kapitalnog računa često se u literaturi koriste jednostavna pravila, iako njihova primjena zavisi od konkretnih makroekonomskih okolnosti u nekoj zemlji. Ta bi pravila bila sljedeća: prvo se trebaju liberalizirati dugoročni tokovi kapitala, a kasnije kratkoročni; izravne strane investicije prije *portfolio* investicija iz inozemstva. Rodrik (1998.) smatra da liberalizacija kapitalnog računa ne mora nužno slijediti nakon liberalizacije tekućih inozemnih transakcija. Autor iznosi kako nedostatak kapitalnih kontrola ne vodi nužno boljem ekonomskom rastu. U osnovi, kapitalne kontrole nisu u korelaciji s fundamentalnim makroekonomskim pokazateljima kada su oni pod kontrolom.

Selektivna liberalizacija kapitalnoga računa (s različitim redoslijedom liberalizacije individualnih komponenti međunarodnih kapitalnih tokova) mora biti sastavnim dijelom strategije liberalizacije financijskoga sektora i nacionalne ekonomije. U osnovi, strategija liberalizacije kapitalnoga računa morala bi biti usmjerena na stabiliziranje kapitalnih tokova jer je tzv. *boom-and-bust cycles*, ciklička volatilnost međunarodnih kapitalnih tokova, ključni aspekt upravljanja vrlo volatilnim kapitalnim tokovima. Slažem se s ekonomistima koji tvrde da je upravo to ključni aspekt upravljanja kapitalnim tokovima u uvjetima financijske globalizacije (npr. Rodrik, 1998.; Williamson, 2005.). S tim je povezan tzv. *sudden stop* fenomen koji se definira kao iznenadni prestanak priljeva kapitala, što dovodi do krize platne bilance.

U Hrvatskoj nije formulirana strategija liberalizacije kapitalnoga računa. Hrvatska narodna banka, u svojem radnom dokumentu (HNB, 2004.), dala je osnovne smjernice liberalizacije kapitalnoga računa, ali u sklopu ispunjavanja obveza prema Europskoj Uniji. Tako su bile predviđene sljedeće smjernice: nakon isteka određenog prijelaznog razdoblja (od primanja Hrvatske u EU) liberalizirao bi se promet nekretnina, obveza kupovine stranih vrijednosnih papira preko brokera te otvaranje računa rezidenata u inozemstvu i slobodni transferi kapitala u inozemstvo. S druge strane, HNB je predložila da se odmah ukinu sljedeće kapitalne restrikcije (ograničenja): ulaganja nerezidenata u domaće vrijednosne papire i udjele u investicijskim fondovima; zabrana da nerezidenti ne smiju kupovati blagajničke zapise centralne banke i trezorske zapise Ministarstva financija; ograničenja koja se odnose na strukturu ulaganja stranih investicijskih fondova čije udjele hrvatski državljani smiju kupovati, s proširenjem izdavatelja na sve zemlje OECD-a; te zadržavanje postojećeg ograničenja kratkoročnog kreditiranja između rezidenata i nerezidenata.

Ukratko, prema ovom bi se prijedlogu zadržala graničenja odljeva kapitala (otvaranje depozitnih računa rezidenata u inozemstvu) i privremeno bi se zadržala ograničenja prema kojima nerezidentni ne mogu kupovati hrvatske nekretnine. Ostale kapitalne restrikcije, prema navedenom prijedlogu, bile bi liberalizirane, uz neka manja ograničenja.

Osnovni bi problem ovakvog pristupa liberalizaciji kapitalnoga računa bio u tome što polazi od potrebe liberalizacije kapitalnoga računa isključivo u funkciji što bržeg ulaska u EU. Isto tako, nedostaje sustavni i cjeloviti pristup liberalizaciji kapitalnoga računa kao vrlo važnog dijela složenih ekonomskih reformi i izostala je povezanost liberalizacije kapitalnoga računa s ostalim dijelovima reformi, posebice onim dijelovima ekonomskih reformi koji moraju biti konzistentni s otvaranjem kapitalnoga računa: monetarna politika i tečajni režim. Zbog toga se liberalizacija kapitalnoga računa Hrvatske ne odvija na tako zamišljeni način.

Naime, Hrvatska je, prema izvještaju MMF-a (IMF, 2007.), ušla u malu skupinu zemalja koje su u jendom trenutku čak pojačale kapitalne kontrole jer je središnja hrvatska banka 2004. godine uvela kapitalne restrikcije na inozemno zaduživanje banaka, s time da je kasnije, 2006. godine, pojačan intenzitet ovih kapitalnih kontrola. Dakle, pod utjecajem nepovoljnih kretanja u platnoj bilanci Hrvatske (visoki deficit trgovinske bilance i tekućega dijela bilance plaćanja te visoki udjel inozemne zaduženosti u BDP-u), zbog financijske globalizacije, u Hrvatskoj su bile uvedene dodatne kapitalne restrikcije (na priljev kapitala) pa je tako smanjen postojeći stupanj liberaliziranosti kapitalnoga računa, uz neizmijenjeni monetarni okvir i tečajni režim.

Jedna od temeljnih pretpostavki u ovome istraživanju bila je mogućnost postupnog uklanjanja kapitalnih restrikcija. Brojni su pobornici gradualizma u eksternoj liberalizaciji. Prema našem mišljenju, kod većine ekonomista prevladavaju ti pogledi na ekonomske reforme, tj. zalaganje za gradualizam (primjerice: McKinnon (1993.); Ishii i Habermeier (2002.); Spence i Solow (2008.); Eswar i Rajan, (2008.); te u Hrvatskoj: Radošević (1998.), (2006.) i (2009.); Zdunić (1993.); Zdunić i Grgić (1996.) i drugi).

Mnogi ekonomisti koji zagovaraju gradualizam zastupaju princip »prvo liberalizacija tekućih transakcija s inozemstvom pa onda kapitalnih transakcija«. U slučaju Hrvatske, kod liberalizacije deviznog sustava i postupnog uvođenja konvertibilnosti hrvatske valute, bio je primijenjen upravo ovaj princip liberalizacije. Prvo je bila završena liberalizacija tekućega računa (29. svibnja 1995.), a onda je (početkom 1996.) bila započeta parcijalna liberalizacija kapitalnih transakcija Hrvatske s inozemstvom koja traje do danas. Ovdje se postavlja pitanje: »Koje su opcije dinamike eksterne liberalizacije u slučaju Hrvatske?«

Prije svega, završen je proces uspostave *de iure* konvertibilnosti hrvatske valute po tekućim transakcijama s inozemstvom. Nakon završetka liberalizacije tekućega računa, bilo je potrebno pristupiti postupnoj liberalizaciji kapitalnoga računa. U slučaju Hrvatske ovaj proces započet je na nekonzistentan način. Kolizijom je zakona, koja je nastala donošenjem novog Zakona o trgovini krajem veljače 1996., bila uspostavljena sloboda za direktna investicijska ulaganja rezidenata u inozemstvu. (opširnije vidjeti u: Radošević, 1996.). Početkom svibnja

1997., Narodna banka Hrvatske – uz suradnju s Ministarstvima financija i gospodarstva i s Komisijom za izdavanje vrijednosnih papira – odobrila je ulaganje banaka u vlasničke vrijednosnice u inozemstvu pa su tako liberalizirane *portfolio* investicije hrvatskih pravnih osoba u inozemstvu. Dakle, proces liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske započet je, a da prethodno nije bila završena liberalizacija po tekućim transakcijama s inozemstvom. Radilo se o preuranjenoj liberalizaciji odljeva kapitala za rezidente – pravne osobe sa sjedištem u Hrvatskoj.

Redoslijed liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske s inozemstvom određen je strukturom platne bilance, tj. strukturom tokova kapitala – priljeva i odljeva kapitala te intenzitetom i strukturom primijenjenih kapitalnih restrikcija. To je razlog zbog kojeg je veoma teško dati precizniji redoslijed liberalizacije kapitalnih tokova.

Liberalizacija kapitalnih transakcija s inozemstvom kod zemalja u tranziciji morala bi se provoditi sukladno s fazama liberalizacije koje su primijenile zemlje Europske unije. Europska unija predviđa postupnu liberalizaciju kapitalnih međunarodnih transakcija i to u sljedećim fazama: prvo, liberalizacija tokova kapitala/kapitalnih transakcija povezanih s izravnim ulaganjima (pravo na osnivanje korporacija, na likvidaciju korporacija i na repatrijaciju kapitala); drugo, otklanjanje restrikcija za kapitalne transakcije koje se odnose na kreditno zaduživanje po osnovi komercijalnih transakcija (tzv. robni krediti) ili u obliku financijskih kredita; treće, liberalizacija kapitalnih transakcija koje se odnose na *portfolio* investicije.

### ***3.4. Metodologija za utvrđivanje redoslijeda liberalizacije kapitalnoga računa***

Ishii i Habermeier (2002.) predložili su osnove metodologije za izradu cjelovite strategije liberalizacije kapitalnoga računa. U izradi takve strategije potreban je sveobuhvatan pristup, strategija koja povezuje različite segmente nacionalne ekonomije.

Strategija liberalizacije kapitalnoga računa morala bi se, prema predloženoj metodologiji, izraditi u nekoliko faza:

- (1) Dijagnoza ekonomskoga stanja zemlje i projekcije ekonomskih kretanja te analiza postojećeg sustava reguliranja kapitalnih tokova. Dijagnoza bi bila analiza makroekonomske situacije i analiza pojedinih sektora. Važan dio ovoga dijela strategije bili bi pregled i ocjena učinkovitosti postojećih kapitalnih kontrola.
- (2) Druga bi komponenta dijagnoze bila »procjena rizika« koji se odnose na financijsku stabilnost.

- (3) Na temelju početne dijagnoze stanja izrađuje se opsežan plan za redosljed mjera liberalizacije kapitalnoga računa i njihovu koordinaciju s ostalim ekonomskim politikama. Brzina i redosljed mjera moraju se utvrditi pojedinačno za svaku zemlju i moraju biti usklađene s konkretnim okolnostima u specifičnoj ekonomiji. Predviđena je i izrada rezervnih planova, koji bi se primjenjivali u slučaju neočekivanih šokova.
- (4) Posljednja faza bila bi planiranje detaljnog akcijskog plana za provedbu strategije liberalizacije kapitalnoga računa.

Tako koncipirana metodologija za formuliranje strategije liberalizacije kapitalnoga računa bit će korištena u izradi optimalnog redosljeda i brzine liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske.

#### **4. Prijedlog okvirne strategije liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske**

Polazeći od metodologije utvrđene za određivanje redosljeda reformi i usklađenost liberalizacije kapitalnoga računa s ostalim politikama liberalizacije (Ishii i Habermeir, 2002.), u ovoj se analizi daje okvirna strategija ekonomskih reformi za Hrvatsku.

Prvo se želi dati sažeti prikaz postojećih kapitalnih kontrola koje se primjenjuju u Hrvatskoj. Drugo, predstavljena je dijagnoza ekonomskoga stanja, tj. procjena makroekonomskih uvjeta i ranjivosti hrvatske ekonomije. To je osnova za izradu strategije reformi. Naposljetku, daje se okvirna strategiju liberalizacije kapitalnoga računa koja je usklađena s ostalim reformama, ali koja je usklađena i unutar individualnih komponenti kapitalnoga računa. To je izvorno istraživanje autora rada. Zbog preglednosti i jasnoće izlaganja, sve je to predstavljeno u formi tri pregledna tablična prikaza.

Pregled kapitalnih kontrola temelji se na vrlo detaljnoj analizi hrvatskih zakona i drugih propisa te administrativnih procedura koje se koriste. Sažetak kapitalnih kontrola koje se primjenjuju u Hrvatskoj dan je, zbog preglednosti, u tabličnom formatu. Iz ove kratke analize vidljiv je nedostatak kapitalnih kontrola na priljeve kapitala, izuzev na novo inozemno zaduživanje (ukinute početkom 2009.), te stanoviti oblici ograničavanja kod kupovine nekretnina. Kapitalni odljevi rezidenata limitirani su kapitalnim kontrolama.

Očigledna je relativno visoka razina liberaliziranosti kapitalnoga računa Hrvatske, ali uz tendenciju povećanja intenziteta kapitalnih kontrola na zaduživanje u inozemstvu. Isto tako izražena je tzv. »asimetričnost kapitalnih kontrola« Hrvatske. Na posljetku, liberalizacija tekućih inozemnih transakcija Hrvatske bila je završena 1995. godine pa su već tada bile liberalizirane neke vrste kapitalnih tokova.



## Sažeti pregled kapitalnih kontrola i ostalih restrikcija Hrvatske na kraju godine 2010.

| Vrsta kontrole  | Opis kapitalne kontrole  |
|---|--|
| Tekuće kapitalne transakcije:   |  |
| - Obvezni unos deviza u zemlju  | Nema restrikcija.  |
| - Obvezna prodaja deviza  | Nema restrikcija.  |
| Izravna inozemna ulaganja:  |  |
| - nerezidenata u zemlju   | Nema restrikcija;<br>nisu određeni strateški sektori u kojima se investicije limitiraju.   |
| - rezidenata u inozemstvo   | Nije dopušteno.  |
| - likvidacija investicija od strane nerezidenata                                  | Nema restrikcija.  |
| - nerezidenata u nekretnine.  | Nije dopušteno (bez reciprociteta).  |
| Instrumenti tržišta kapitala i novca:   |  |
| - kupovina vrijednosnica centralne banke i Ministarstva financija od nerezidenata | Nije dopušteno.  |
| - prodaja i emisija vrijednosnica od nerezidenata                                 | Potrebne dozvole HANFA-e.  |
| - prodaja i emisija vrijednosnica od rezidenata u inozemstvu                      | Nije dopušteno.  |
| - otvaranje depozitnih računa rezidenata u inozemstvu.                            | Nije dopušteno.  |
| Poslovne banke i ostale financijske institucije:                                  |  |
| - zaduživanje banaka u inozemstvu   | Restrikcije na inozemno zaduživanje rezidenata; posebni neukamaćeni depoziti na novo zaduživanje (marginalna obvezna rezerva); prudencijalni limiti za otvorenu deviznu poziciju; kvantitativni limiti na porast plasmana banaka. Zbog otežanog inozemnog financiranja – uslijed globalne krize – HNB je 2009. ukinula tu vrstu kapitalnih kontrola na zaduživanje banaka. |
| - odobravanje kratkoročnih kredita nerezidentima.                                 | Nije dopušteno.  |

Druga bi faza u formuliranju okvirne strategije liberalizacije kapitalnog računa bila u procjeni ranjivosti financijskoga sustava Hrvatske. Formuliranje operativnog plana liberalizacije kapitalnoga računa povezanog s liberalizacijom financijskoga sektora polazi od procjene makroekonomskih uvjeta koji prevladavaju u Hrvatskoj. Analiza se temelji na redovitim izvješćima Ekonomskog instituta Zagreb, Hrvatske gospodarske komore, središnje banke, a posebice MMF-a. No, prije toga, vrlo se kratko prikazuju tekuća ekonomska kretanja u Hrvatskoj.

Tekuća ekonomska kretanja u Hrvatskoj pod utjecajem su globalnih kretanja. Podrobniji pregled osnovnih gospodarskih kretanja u Hrvatskoj: ekonomskog rasta, nezaposlenosti, potrošnje, investicija, inflacije, vanjskotrgovinske razmjene, platne bilance, inozemne zaduženosti i javnih financija – može se vidjeti u mjesečnim analizama Ekonomskog instituta Zagreb, Hrvatske gospodarske komore i Hrvatske narodne banke. Posebno se upućuje na analize HGK (Hrvatsko gospodarstvo u 2009.: HGK, 2010.), HNB (Godišnje izvješće 2009: HNB, 2010) i MMF-a (2010.). Ovdje se žele istaknuti dva ključna problema hrvatske ekonomije, a to su: (1) izuzetno visoka inozemna zaduženost i (2) deficit platne bilance.

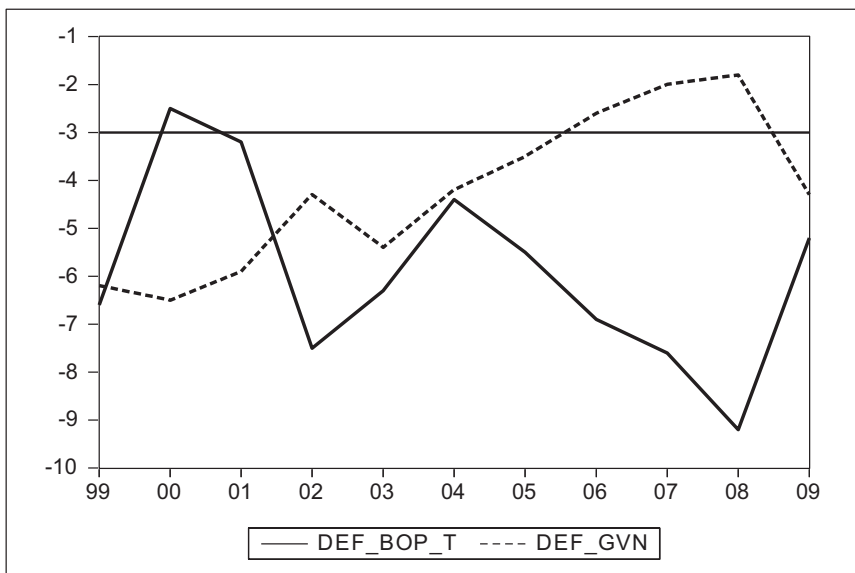
Problem inozemnoga duga Hrvatske u središtu je pozornosti nekoliko godina - primarno zbog brze dinamike povećanja vanjske zaduženosti i njezine visoke razine, mjereno udjelom ukupnoga vanjskoga duga u BDP (o problemu visoke zaduženosti Hrvatske vidjeti u: Radošević, 2005.a; Radošević – Zdunić, 2007.). Na traženje Ureda predsjednika Republike Hrvatske, Bečki institut je godine 2004. izradio detaljnu analizu vanjskog duga Hrvatske (Gligorov and Vidovic, 2004.). No, oni koji odlučuju o ekonomskoj politici, hrvatski političari i znanstvena javnost, ozbiljnije su se pozabavili tim problemom tek pošto je, opet na traženje predsjednika države, Hrvatska narodna banka u travnju 2006. izradila »Analizu inozemne zaduženosti Republike Hrvatske« (Hrvatska narodna banka, 2006.). Analiza je pokazala dugoročnu neodrživost takvoga trenda zaduživanja u inozemstvu, pa je u nekoliko makroekonomskih scenarija ukazala na realnu opasnost nastanka »dužničke krize« u Hrvatskoj. No, mjere koje su poduzimane nakon toga nisu na odgovarajući način riješile problem, već su samo djelovale na usporavanje dinamike rasta vanjske zaduženosti te na promjenu strukture inozemnog zaduživanja. U osnovi, mjere centralne banke nisu djelovale na povećanje učinkovitosti korištenja sredstava inozemnih kredita i na smanjivanje stupnja valutne neusklađenosti (*currency mismatch*) u financijskome sustavu (primjerice, više od 60 % bankovnih kredita odobreno je u devizama ili uz valutnu klauzulu) i hrvatskoj ekonomiji. Ključni problem je 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 financijskoga sustava i dalje izuzetno visoka. Indikatori financijske krize koji mogu indicirati mogućnost nastanka platnobilančne, odnosno makroekonomske krize su sljedeći: udjel deficita tekućega dijela platne bilance u BDP-u te udjel vanjskoga zaduženja u BDP ili odnos otplata duga prema izvozu.

U osnovi, empirijske su analize potvrdile tezu da srednjoročne vanjske neravnoteže ne bi smjele biti veće od 3 % BDP-a. Deficit tekućega dijela platne bilance mogao bi premašiti ovu granicu samo na kratki rok, kao tranzitorni efekt (opširnije vidjeti u: Cline i Williamson, 2008.). Kod razvijenih tržišnih ekonomija, prema drugim istraživanjima (Freund, 2000.), gornja granica deficita tekućega dijela bilance plaćanja viša je, pa bi mogla iznositi 5 % BDP. Granice održivosti deficita tekućega dijela platne bilance, kao pokazatelj moguće platnobilančne krize, određeni su nakon Azijske financijske krize 1997. Ova mjerila pokazala su se vrlo korisnim, jer kada neka ekonomija dosegne ove granice, potrebne su korektivne mjere ekonomske politike, koje bi smanjile deficit platne bilance, limitiranjem uvoza i povećanjem izvoza.

Kritičnom gornjom granicom vanjske zaduženosti kod ekonomija u razvoju (mjereno udjelom eksterne zaduženosti u bruto domaćem proizvodu) smatra se visina od 50 % BDP-a, razine vanjske zaduženosti iznad koje ekonomije postaju ranjive na dužničku krizu. Ovdje se radi o konceptu tzv. *debt intolerance* (Reinhart, Rogoff i Savastano, 2003.). Na primjer, Argentina je godine 2002. imala dužničku krizu na razini udjela inozemne zaduženosti od oko 52 % BDP-a.

Slika 1.

KRETANJE DEFICITA TEKUĆEGA DIJELA PLATNE BILANCE I  
FISKALNOGA DEFICITA,  
% UDJEL U BDP-U

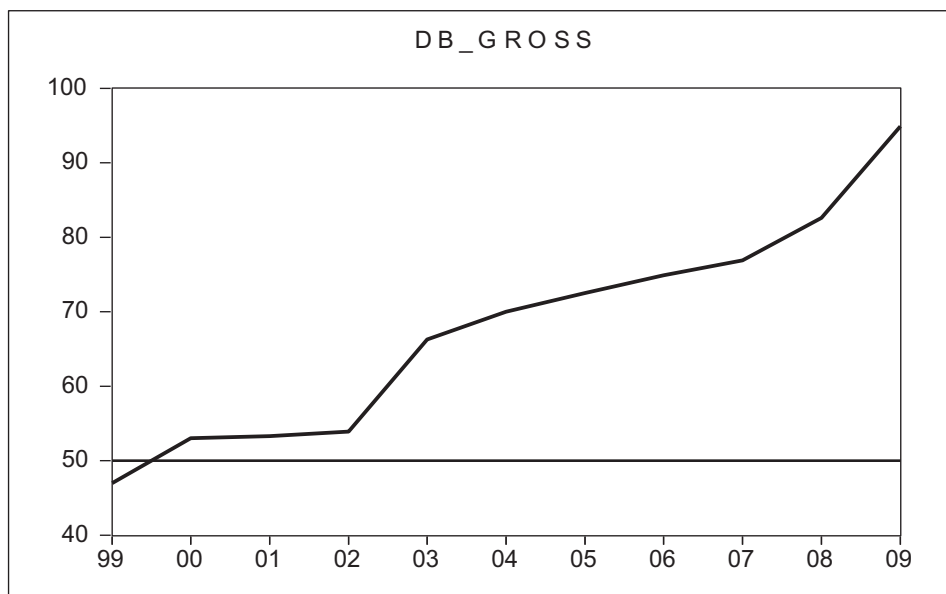


Ovi pokazatelji ne mogu se primjenjivati bez njihove konkretne primjene na određenu nacionalnu ekonomiju, zbog posebnosti svake ekonomije. Ali, služe nam kao relativno precizni orijentir u procjeni stupnja inozemne zaduženosti, rizika nemogućnosti servisiranja inozemnih obveza i nastanka krize. Na slikama 1. i 2. može se zorno vidjeti razina održivosti hrvatskog deficita tekućeg dijela platne bilance i inozemne zaduženosti. U Slici 1. prikazuje se kretanje aktualnih deficita tekućega dijela platne bilance Hrvatske (u postotku od BDP-a, DEF\_BDP\_T), prema granici održivosti, zajedno s kretanjem fiskalnog deficita (DEF\_GVN). Slika 2. daje prikaz rasta bruto inozemne zaduženosti Hrvatske (prema udjelu u BDP-u), prema granici održivosti vanjskoga duga, tzv. *debt intolerance* razini. Vidljiva je izuzetno brza ekspanzija vanjskoga duga Hrvatske iznad granice održivosti, već od 2001.

Ovaj pojednostavljeni grafički prikaz, sasvim razvidno pokazuje zanemarivanje "signalizirajuće uloge deficita tekućega dijela platne bilance" od strane kreatora hrvatske ekonomske politike, jer mjere makroekonomske politike nisu pozitivno djelovale na smanjivanje deficita platne bilance na održivu razinu. S druge

Slika 2.

KRETANJE INOZEMNE ZADUŽENOSTI HRVATSKE I GRANICA  
ODRŽIVOSTI,  
% UDJEL DUGA U BDP-U



strane, fiskalni deficit kretao se je (u zadnjih pet godina) u granicama održivosti, propisane od strane Europske Unije. Divergentna kretanja proračunskoga deficita i deficita tekućega dijela platne bilance, pokazuju, pak, djelovanje fenomena inverznog kretanja fiskalnoga deficita uvjetovanog promjenama vanjskotrgovinskoga deficita i, na osnovu toga, deficita platne bilance.

Deficit tekućega dijela platne bilance, posljedično je uzrokovao ekspanzivan rast inozemnog zaduživanja. Razina vanjske zaduženosti Hrvatske, mjerenom udjelom inozemnoga zaduživanja u BDP-u, prešla je optimalnu razinu već godine 2000., te je prekomjerno povećanje hrvatskoga vanjskoga duga dovelo do stanja visoke zaduženosti, kada se može dovesti u pitanje eksterna pozicija zemlje, odnosno kada su izuzetno visoki rizici nastanka nelikvidnosti ili insolventnosti hrvatske ekonomije prema inozemstvu. Zbog toga, kapitalne kontrole centralne banke nisu mogle biti efikasne, jer su prekasno uvedene, kada je vanjska zaduženost već premašila granicu održivosti.

Razina inozemnoga zaduženja predstavlja ključni problem ekonomske politike Hrvatske. Ali, najveću opasnost za zemlju predstavlja okolnost kada je povećano zaduživanje u inozemstvu korišteno za financiranje potrošnje, a ne financiranje investicija. Ključni čimbenik održivog zaduživanja u inozemstvu nalazi se u korištenju kredita za proizvodne investicije kojima se povećava proizvodnja i izvoz; gdje se naplatom izvoza kumuliraju devize koje će biti potrebne za otplatu kredita uzetih u inozemstvu. Ukratko, kod platne bilance i vanjske zaduženosti Hrvatske pokazuje se da postoji problem dugoročne održivosti. Ovakva situacija izuzetno otežava bržu liberalizaciju kapitalnoga računa Hrvatske, u sklopu njezinog ekonomskog integriranja u EU i EMU.

To zahtijeva promjenu sadašnjeg razvojnog modela Hrvatske, formuliranje novog modela razvoja, koji mora biti zasnovan na rastu izvoza roba i usluga, smanjivanju deficita tekućega dijela platne bilance, kontroli daljnjeg rasta inozemne zaduženosti, uz povećanje učinkovitosti korištenja vanjskih kredita i smanjivanje valutne neusklađenosti financijskoga sustava i promjeni strukture financiranja tekućega dijela deficita platne bilance.

Druga faza u formuliranju okvirne strategije liberalizacije kapitalnoga računa bila bi u procjeni ranjivosti financijskoga sustava Hrvatske. 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. Od godine 2008. neprestano se bilježe izuzetno negativna kretanja na hrvatskom tržištu kapitala. Tzv. *asset bubble* („imovinski mjehur“) u Hrvatskoj, gdje je zbog visoke likvidnosti i priljeva kapitala iz inozemstva došlo do izrazitog, prekomjernog rasta cijena imovine (tzv. *asset prices*) i pojave »imovinskog mjehura« na tržištu kapitala i nekretnina puknuo je početkom recesije u Hrvatskoj. U isto vrijeme, uslijed promjene uvjeta kre-

ditiranja kupovine nekretnina i rasta bankovnih kamata na stambene kredite, u Hrvatskoj je zabilježena kriza, stagnacija cijena nekretnina i smanjenje prometa. Tzv. »rasprskavanje mjehura« (*bubble burst*), može dovesti do šire financijske krize. Zbog toga, brojne ranjivosti u hrvatskoj ekonomiji i financijskome sustavu nameću potrebu oprezne liberalizacije kapitalnoga računa u više faza, koristeći gradualističku strategiju reformi. Posebice je potrebna pažljiva kontrola inozemne zaduženosti i deviznoga rizika.

Financijska je stabilnost Hrvatske ugrožena. Postoje ozbiljne slabosti u razvitku institucija i tržišta te u makroprudencijalnoj infrastrukturi i upravljanju. Analize MMF-a pokazuju visoku osjetljivost bilanci hrvatske ekonomije na šokove. Postoji realna opasnost od nastanka »sistemskog rizika«, 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 financijskoga sustava.

### Procjena ekonomskih uvjeta i ranjivosti hrvatske ekonomije

|                  | Procjena stanja  | Ranjivosti financijskog sustava   |
|------------------|--|---|
|                  | <b>Makroekonomske politike i stanje ekonomije koji utječu na stabilnost financijskog sustava</b>   |   |
| Realna ekonomija | Ekonomski rast usporen u 2008., te ekonomska kretanja obilježeni su recesijom u 2009. i 2010., osobito zbog smanjivanja javne i osobne potrošnje; kriza na tržištima vrijednosnih papira i nekretnina. Smanjena međunarodna konkurentnost hrvatskog gospodarstva; pad industrijske proizvodnje, raste nezaposlenost, izvoz i uvoz se smanjuju. | 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. |

|                    |  |  |
|--------------------|--|--|
| 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 ulaska u EMU.  | Izostanak fiskalne konsolidacije i suboptimalna monetarna politika ugrožavaju vanjsku likvidnost i međunarodnu konkurentnost zemlje, povjerenje stranih investitora/kreditora i to može dovesti do <i>sudden stop</i> fenomena, tj. iznenadnog povlačenja stranog kapitala i nekontrolirane i značajne deprecijacije deviznoga tečaja. Potrebno je pažljivo praćenje takvih kretanja na financijsku stabilnost. Kombinacija makroekonomskih politika ( <i>policy mix</i> ) koja bi sadržavala ekspanzivnu monetarnu politiku (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. |
| Monetarna politika | Povećani su deflatorski pritisci; dok bi do kraja 2010. domaća inflacija mogla bi biti ispod 1 posto. Raste domaća nelikvidnost i dolazi do credit cruncha. Usporavanja ekonomskoga rasta i jačanje deflacije moglo bi dovesti do tzv. »stagdeflacije«, izuzetno nepovoljne kombinacije stagnacije/recesije i deflacije. | U uvjetima vezanog tečajnog režima, relativno ekspanzivna fiskalna politika i restriktivna monetarna politika, uzrokuju realnu aprecijaciju tečaja, što negativno utječe na profitabilnost <i>tradable</i> sektor hrvatske ekonomije. Na srednji rok upitna je eksterna likvidnost zemlje, obzirom na visoku zaduženost u inozemstvu.  |
| Tečajna politika   | Upravljanje plivajući tečajni aranžman, uz povremene intervencije centralne banke, kako bi se smanjili dodatni aprecijacijski pritisci.  | Tečajni aranžman vrlo je rigidan, s obzirom da se devizni tečaj koristi kao nominalno sidro u politici dezinflacije. To je uzorokovalo sindrom realne aprecijacije i eksterne neravnoteže. Potrebno je postupno povećanje fleksibilnosti tečajnog aranžmana, korištenjem i nekog od intermedijarnih tečajnih režima, uz strategiju ciljane inflacije i kontrolu deviznoga rizika.  |

|   |  |  |
|---|--|--|
| Eksterna održivost, uključujući upravljanje vanjskim dugom i deviznim rezervama | Visoki deficit tekućeg računa platne bilance, oko 10 % BDP-a, koji se uslijed recesije smanjio na oko 6 % BDP-a u 2010. Kamatna marža na vanjsko zaduženje visoka, s tendencijom porasta, uslijed međunarodne financijske krize, posebice krize u eurozoni i povećane percepcije rizika na novim tržištima. Devizne rezerve visoke su u odnosu na kratkoročni vanjski dug. | Opasnost nastanka <i>sudden stop</i> fenomena, uslijed pogoršane percepcije inozemnih tržišta kapitala i međunarodne financijske krize. Vanjski dug Hrvatske prelazi razinu BDP-a, krajem 2010. Povećani rizik smanjivanja kreditnog rejtinga zemlje i tzv. „soft defaulta“ Hrvatske. Mogućnost traženja financijske pomoći kod MMF-a. |
| 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 i jugoistočne Europe.   | Mogućnost prelijevanja globalne krize, odnosno krize u eurozoni i regiji na hrvatski financijski sustav i gospodarstvo.  |

### **Institucije i tržišta – razvitak, rizici i osjetljivosti na šokove**

|       |  |   |
|-------|--|---|
| Banke | Profitabilnost banaka visoka, ali se smanjuje, dok raste udjel loših nenaplativih zajmova, uslijed snažne konkurencije, povećanih troškova financijske intermedijacije, regulacije središnje banke i usporavanja ekonomskog rasta. Većina hrvatskih banaka u stranom je vlasništvu, te se banke odlučuju na dokapitalizaciju i usmjeravanje najboljih klijenata na zaduživanje kod matičnih banaka u inozemstvu. | Financijska je stabilnost ugrožena. 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 »Izvještaj o financijskoj stabilnosti«, ali na osnovi nerevidiranih podataka banaka. Makroprudencijalne mjere središnje banke limitiraju izloženost valutno induciranom riziku, iako <i>ex post</i> . EU napravila stress test banaka, koje imaju podružnice u Hrvatskoj, koji će se ponoviti početkom godine 2011. |
|-------|--|---|



|                                       |   |  |
|---------------------------------------|---|--|
| Ostale<br>financijske<br>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 unapređenje upravljanja rizicima.   |
| Nefinancijske<br>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<br>monetarne<br>kontrolle | 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 „quantitative easing“ politiku, kroz primjenu različitih kreditnih linija banaka za refinanciranje i osiguravanje likvidnosti u uvjetima recesije i povećanog kreditnog rizika. | Mjere monetarne kontrole usporile su rast inozemnog zaduživanja banaka i centralne države, ali ne i korporativnog sektora i stanovništva. Uslijed globalizacije hrvatskog financijskog sustava smanjena efikasnost kapitalnih kontrola centralne banke (marginalna obvezna rezerva na novo zaduživanje u inozemstvu). Kapitalne kontrole nisu bile proširene na zaduživanje korporativnog sektora u inozemstvu, što je potaknulo daljnji neodrživi rast vanjskog duga. Zbog toga će ukupna inozemna zaduženost Hrvatske krajem 2010, iznositi preko 100 % BDP-a. |
| Novčano<br>i devizno<br>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 financijskog sustava zbog eksternih šokova i međunarodne financijske 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 financijskom izvještavanju. Neophodan razvoj tržišta kapitala na novim osnovama, kako bi se osigurala alternativa bankovnom financiranju. |
| Sustav plaćanja i namire                          | Vrlo učinkovit.  | Sustav omogućuje nesmetane prekogranične transakcije i reducira rizik namire.  |
| <b>Prudencijalna infrastruktura i upravljanje</b> |  |  |
| Banke ( <i>Basel Core Principles</i> )            | Puna primjena Bazelskih principa. U implementaciji je postupna primjena Bazel II. principa supervizije banaka.   | Potrebna znatno bolja kontrola i upravljanje bankovnim rizicima.   |
| 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 anti-cikličkog formiranja posebnih rezervacija i fondova za pokriće potencijalnih gubitaka.   | U slučaju uvođenja anti-cikličkih računovodstvenih politika, manji rizici za stabilnost financijskoga sustava.  |
| Insolventnost  | Dobro zakonodavstvo, ali izražene slabosti u pravosuđu.   | Ima utjecaja na povjerenje stranih investitora i stvara nepovoljnu »poslovnu klimu« te usporava restrukturiranje 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. |
| Upravljanje kompanijama  | Vrlo slabo upravljanje kompanijama, kao posljedica netransparentne privatizacije. Slabo upravljanje kompanijama u javnom sektoru, zbog utjecaja politike i korupcije. Općenito, nedovoljna odgovornost menadžmenta i države, kao vlasnika javnih kompanija.   |   |
| Aranžmani za rješavanje sistemskih problema banaka   | Ovlasti regulatora jasne i relativno dobro su zakonodavno uređene, ali potrebna je bolja suradnja regulatornih agencija. Potrebna je bolja suradnja HNB-a s inozemnim institucijama za superviziju banaka.  | Slabija regulacija banaka, može dovesti do produljivanja sistemskih bankovnih problema u slučaju financijske krize. Trebalo bi razmotriti reformu hrvatskih regulatornih institucija i jačanje njihovih ovlasti. »Izvrještaji o financijskoj stabilnosti« centralne banke morali bi na vrijeme upozoravati na ranjivosti financijskog sustava i opasnosti od nastanka sistemskog rizika.                  |

|                                    |   |   |
|------------------------------------|---|---|
| Mreža<br>financijske<br>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 financirali na teret budžeta države. HNB nema posebne kredite za osiguranje likvidnosti ( <i>lender-of-last resort, LOLR</i> ), ali ima zakonski mandat da mora osigurati likvidnost domaćeg bankovnog sustava. | Državno osiguranje depozita i <i>LOLR</i> potiču moralni hazard hrvatskih banaka i povećavaju rizike u financijskom sustavu. Postoji također implicitna garancija države i centralne banke za održavanje fiksnoga tečajnoga režima i protiv promjene tečaja (deprijacije), što povećava devizne rizike u financijskome sustavu. |
|------------------------------------|---|---|

Prema prethodnoj analizi stanje je hrvatske ekonomije vrlo nepovoljno, zbog sinergijskog učinka globalne financijske i ekonomske krize te usporavanja rasta, tj. recesije u Hrvatskoj, zbog strukturnih neusklađenosti hrvatskog gospodarstva. Hrvatsko gospodarstvo moralo bi konvergirati ekonomijama EU-a, ali neki indikatori pokazuju, uz konvergenciju, i divergentna kretanja temeljnih makroekonomskih pokazatelja.

Hrvatska se ekonomija nalazi u stanju unutarnje i vanjske neravnoteže. To se očituje u negativnim stopama ekonomskoga rasta, što dovodi do pojave tzv. »stagdeflacije«. Sa druge strane, deficit tekućega dijela bilance plaćanja mogao bi iznositi oko 6 % BDP-a (iako je »održiva razina« do 3 % BDP-a; vidjeti u Cline i Williamson, 2008.), dok će udjel vanjskog duga prijeći 100 % BDP-a (iako je »održiva razina« oko 50 % BDP-a; o granicama održivosti vanjskog duga opširnije vidjeti u: Reinhart, Rogoff i Savastano, 2003.). Valutna je neusklađenost hrvatske ekonomije (*currency mismatch*) procijenjena na razini od preko 50 % BDP-a (IMF, 2007.), zbog visokog stupnja euroizacije financijskog sustava te vrlo slabe učinkovitosti korištenja inozemnih kredita.

Visoki platnobilančni deficit i realna aprecijacija hrvatske valute te daljnji porast inozemnog zaduživanja posebice za potrošnju (stanovništvo) i financiranje *non-tradable* korporacijskog sektora hrvatskog gospodarstva (što povećava razinu *currency mismatcha*) - u uvjetima smanjenja BDP-a i industrijske proizvodnje - može dovesti do devizne i financijske krize u Hrvatskoj (o mehanizmima nastanka dužničke krize vidjeti npr. u: Siebert, 2002.; a o problemima gospodarskog razvika Hrvatske i ekonomske konvergencije Hrvatske eurozoni vidjeti u: Radošević i Zdunić, 2007.; Vamvakidis, 2008.). Ranjivost hrvatskog financijskog sustava izrazito je visoka, s obzirom na visoki stupanj valutne supstitucije (euroizacije), visoku razinu vanjske zaduženosti Hrvatske te neučinkovitog korištenja inozemnih kredita za razvojne potrebe, s obzirom da je najveći dio kredita iskorišten za potrošnju ili za financiranje korporacija u sektoru međunarodno „neutrživih dobara“.

Osnovni makroekonomski rizici za Hrvatsku proizlaze iz tri područja: globalne recesije, visoke razine deficita tekućega dijela platne bilance i povećanih deflatorskih pritisaka. Kanali prenošenja globalnih financijskih šokova na hrvatski financijski sustav primarno su slijedeći: stupanj vanjske neravnoteže (iskazan deficitom tekućega dijela platne bilance) te stupanj uključenosti stranih financijskih institucija u hrvatskom financijskom sustavu (iskazan vanjskom zaduženosti te udjelom stranih banaka u vlasničkoj strukturi hrvatskih banaka). Zbog toga je potreban gradualizam i oprez u ekonomskim reformama koje moraju biti vrlo složene i međusobno povezane.

Opća dijagnoza stanja hrvatske ekonomije i ranjivosti financijskog sektora polazna je osnova za izradu plana redosljeda (*sequencing*) liberalizacije kapitalnog računa i njegove koordinacije s ostalim reformama, osobito s makroekonomskim politikama i liberalizacijom financijskoga sustava.

Tri su glavne faze u liberalizaciji kapitalnoga računa koje su koordinirane s ostalim reformama, a prikazane su u narednoj tablici.

## Redosljed liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske usklađeno s drugim politikama liberalizacije

### Liberalizacija kapitalnoga računa

#### Prva faza: osiguravanje polazne osnove za liberalizaciju; 2008. – 2012.

##### Kapitalni priljevi

- Liberalizacija izravnih inozemnih ulaganja završena.
- Liberalizacija kupovine dionica od strane nerezidenata završena.
- No, uvedene su kapitalne kontrole HNB-a na inozemno zaduživanje hrvatskih banaka koje treba zadržati zbog platnobilančnih razloga.
- Moguće je da će biti potrebna njihova primjena i na izravno inozemno zaduživanje korporacijskog *non-tradable* sektora.
- Zadržane su kapitalne restrikcije na ulaganja u nekretnine i pojedine strateške sektore hrvatskog gospodarstva (šume, vode, HEP, poljoprivredno zemljište, itd.).
- Primijena pravila OECD-a za ulaganja u Hrvatsku za inozemne državne investicijske fondove (*sovereign wealth funds*).

### Reforme financijskoga sektora

##### Tržišta i sustavi

- Potrebno povećati dubinu međubankarskoga deviznoga tržišta; smanjiti utjecaj inozemnog zaduživanja i jednokratnih privatizacijskih prihoda na ponudu deviza.
- Razviti tržište državnih obveznica s duljim rokovima dospjeća, nominiranih u domaćoj valuti, bez valutne klauzule, sukladno prijedlozima EBRD.
- Razviti domaće tržište kapitala, radi većeg obujma trgovine dionicama i likvidnosti tržišta vrijednosnica.

### Ostale politike liberalizacije

##### Makroekonomske politike

- Politike se moraju usmjeriti na ključne točke ranjivosti financijskoga sustava:
- Monetarna i fiskalna politika bi morale biti usmjerene na ostvarivanje Maastrichtskih kriterija nominalne i realne konvergencije u skladu sa pravilima EU-a.
  - Fiskalna konsolidacija ima za cilj smanjenje udjela javnog sektora u BDP-u, ali na srednji rok.
  - Monetarna se suverenost može iskoristiti za bržu prilagodbu (*adjustment*) ekonomije vanjskim šokovima.
  - Tečajni aranžman vrlo je rigidan, devizni tečaj nominalno je sidro u politici dezinflacije. To je uzrokovalo sindrom realne aprecijacije te eksterne neravnoteže. Potrebno je postupno povećanje fleksibilnosti tečajnoga aranžmana korištenjem intermedijarnih tečajnih režima.
  - HNB koristi monetarnu strategiju ECB-a (*two pillars strategy*); utvrđen je formalni target za inflaciju i rast M3.
  - Kasnije HNB postupno prelazi na monetarnu strategiju »fleksibilnoga targetiranja inflacije« .
  - Osigurati likvidnost banaka bez povećavanja inflacije, zbog deflatorskih pritisaka (uvođenje QE).

| Kapitalni odljevi   | Prudencijalne politike i<br>upravljanje rizicima   | Zakonodavni okvir  |
|---|--|--|
| <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> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pojačati prudencijalnu regulaciju i superviziju 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>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 pretpostavke za ulazak u EMU .</li> </ul> |
| Zaduživanje banaka u<br>inozemstvu  | Restrukturiranje financijskoga<br>sektora  | Restrukturiranje korporacijskog<br>sektora   |
| <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>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Konsolidacija i privatizacija bankovnog sektora završena je.</li> <li>- Potrebno je jačanje ovlasti regulatora u kontroli slobode tržišnog natjecanja, s obzirom na problem kartelizacije najvećih banaka koje imaju oligopolni položaj na tržištu.</li> </ul>  | <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>  |
|   | Mreža financijske sigurnosti   | Statistika i izvještavanje   |
|   | <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>  | <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 problema u vezi eksterne zaduženosti zemlje .</li> </ul>  |

## Druga faza: Konsolidacija reformi; 2012. – 2016.

### Priljevi i odljevi

- Smanjiti postojeće kapitalne kontrole na priljeve kapitala uz postupnu liberalizaciju odljeva kapitala rezidenata.
- Ukloniti asimetričnost u kapitalnim kontrolama
- Potrebno je odrediti sektore hrvatske privrede važne za nacionalnu sigurnost, a u koje nisu dozvoljena izravna inozemna ulaganja.

### Prudencijalne politike i upravljanje rizicima

- Daljnje unapređivanje upravljanja rizicima.
- HNB bi trebala povećati broj i intenzitet *on site* supervizija banaka, a ostali regulatori moraju povećati kontrolu drugih financijskih institucija
- Sklopiti aranžman između različitih domaćih regulatora te domaćih i stranih supervizijskih institucija, radi bolje koordiniranosti nadzora financijskih institucija.

### Restrukturiranje financijskoga sektora

- Realnije iskazivanje kvalitete portfelja banaka te povećanje koeficijenata adekvatnosti kapitala banaka.
- Formiranje posebnih *forward – looking* rezervacija banaka za pokriće potencijalnih gubitaka.
- Središnja banka poduzima mjere za prijenos bankovnih rizika s državnog na privatni sektor.

### Transparentnost

- Daljnje jačanje transparentnosti monetarne i fiskalne politike radi jačanja predvidivosti politike, posebice za nerezidente i strane ulagače.

### Makroekonomske politike

- Ekonomski rast je relativno visok i stabilan; inflacija pod kontrolom, dok je fiskalna pozicija povoljna.
- Deficit tekućega dijela platne bilance smanjen i na održivoj je razini (do 3 % BDP-a), tako da se može financirati na srednji rok iz privatnih kapitalnih priljeva.
- Još uvijek postoji vjerojatnost iznenadnog šoka koji može djelovati na stabilnost deviznoga tečaja.
- Ulazak u ERM2 mehanizam .

### Zakonodavni okvir

- Reforma pravosuđa završena.
- Unaprijeđeno upravljanje kompanijama.



**Treća faza: Završetak liberalizacije kapitalnoga računa i reformi; 2017. , (tj.2020.?)**

| Završetak liberalizacije   | Razvitak tržišta i sustava  | Makroekonomske politike   |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ukidanje svih kapitalnih kontrola; potpuna liberalizacija svih vrsta kapitalnih tokova.</li> <li>- Zadržavanje prudencijalnih regulacija koje mogu imati karakter kapitalnih restrikcija, kao što su kontrola neto otvorene devizne pozicije i ostalih kreditnih rizika.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sagledati daljnji razvitak tržišta i institucija te sagledati mogućnosti pojave novih 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>   | <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> |
|  | <p>Prudencijalne politike i upravljanje rizicima</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Prudencijalne politike i standardi supervizije usklađeni su sa svim međunarodnim standardima; potrebno je identificirati područja koja se mogu dodatno unaprijediti .</li> <li>- Regulatori nadalje moraju poticati financijske institucije da stalno unapređuju upravljanje rizicima.</li> </ul> | <p>Zakonodavni okvir</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Razmotriti pravni okvir za rješavanje insolventnosti, računovodstvene politike i pravosuđa, kako bi se identificirali preostali ili rješavali novi problemi.</li> <li>- HNB postaje dijelom sustava europskih centralnih banaka i ECB-a.</li> </ul>   |
|  | <p>Restruktuiranje financijskoga sektora</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Završetak procesa konsolidacije i privatizacije financijskoga sektora.</li> <li>- U ovoj fazi reformi nema opasnosti od sistemskog rizika, osigurana je profitabilnost, likvidnost i kvaliteta aktive financijskih institucija .</li> </ul>   |   |
|  | <p>Mreža financijske sigurnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- LOLR usklađena sa ECB-om.</li> <li>- Sustav osiguranja depozita banaka učinkovit i financijski održiv.</li> </ul>  |   |

Dajemo kratko obrazloženje strategije liberalizacije hrvatskoga kapitalnoga računa, koja je usklađena sa liberalizacijom financijskoga sektora ekonomije.

(1) U prvoj se fazi moraju osigurati »polazne osnove za liberalizaciju kapitalnoga računa i ostale reforme«. Potrebno je osigurati makroekonomsku stabilnost te razvitak tržišta i institucija, uz kontrolu rizika bankovnog sustava. Monetarna i fiskalna politika moraju biti usmjerene na ostvarivanje Maastrichtskih kriterija, uz fiskalno rasterećenje gospodarstva, radi bržeg ekonomskog razvitka. Hrvatska u ovoj fazi može koristiti vlastiti monetarni suverenitet za bolju prilagodbu privrede vanjskim šokovima. Problem predstavlja relativno visoka razina euroizacije financijskog sustava. Potrebno je – uz istovremeno zadržavanje preostalih kapitalnih kontrola na odljeve kapitala i restrikcija na zaduživanje u inozemstvu – povećati stupanj fleksibilnosti tečajnoga režima. Moraju se primjenjivati i posebna pravila za ulaganja tzv. »državnih investicijskih fondova« (neke prijedloge vidjeti u: Truman, 2008.) kod kapitalnih priljeva. Uz to, također je neophodan prijelaz na strategiju »ciljane inflacije« (prije toga, HNB može koristiti monetarnu strategiju ECB-a, tzv. *two pillars strategy*) te jačanje makroprudencijalne kontrole i nadzora banaka i njihovih klijenata (devizni rizik i rizik promjene kamatnih stopa). Zbog neefikasnosti kapitalnih kontrola HNB-a na zaduživanje u inozemstvu, moguća je primjena kapitalnih kontrola i na izravno zaduživanje korporativnog sektora u inozemstvu. Konkretno, kod toga bi se mogla primijeniti (privremena) zabrana inozemnog zaduživanja hrvatskih korporacija iz sektora neutrživih dobara. Međutim, zbog nedostatka konzistentne strategije liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom, hrvatska središnja banka ukinula je restrikcije na inozemno zaduživanje, pod pretpostavkom volatilnosti međunarodnih tržišta kapitala i potencijalne opasnosti nastanka „sudden stop“ fenomena. Takodjer, od 1. siječnja 2011. liberalizirani su kapitalni odljevi hrvatskih rezidenata (fizičkih osoba) u inozemstvo, kao i direktno zaduživanje u inozemstvu. Naša je ocjena da takve mjere nisu u skladu sa platnobilančnom pozicijom Hrvatske. To je primjer nekonzistentne liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske.

U osnovi, u prvoj fazi implementacije strategije liberalizacije kapitalnoga računa bilo bi neophodno koristiti selektivnu liberalizaciju tokova kapitala, jer bi se od primjene kapitalnih restrikcija moglo izuzeti inozemno zaduživanje korporacija iz *tradable* sektora, kako bi se smanjili devizni rizici (tzv. *currency mismatch problem*). S tim u vezi, predlaže se jačanje prudencijalne regulacije i nadzora banaka te bi se HNB morala usmjeriti na *on site* nadzor najvećih hrvatskih banaka. Osim toga, potrebna je znatno bolja koordinacija kontrole poslovanja hrvatskih banaka u inozemnom vlasništvu od strane nadzora HNB-a s ostalim inozemnim institucijama za kontrolu poslovanja banaka i EU-a, radi sprečavanja moralnog hazarda i financijske krize banaka. U ovoj fazi moraju se stvoriti zakonodavne pretpostavke za ulazak Hrvatske u EMU (novi Zakon o HNB već je usvojen, iako s odgođenom primjenom, vezano za ulazak u EU).

(2) U drugoj fazi, »konsolidacija reformi« odvija se u uvjetima makroekonomske stabilnosti i ekonomskog razvitka. Hrvatska je ostvarila povoljnu fiskalnu i platnobilančnu poziciju, ali još uvijek postoji mogućnost da gospodarstvo bude izloženo vanjskom (asimetričnom) šoku. Ciljevi strategije liberalizacije kapitalnoga računa u ovoj fazi bili bi otklanjanje »asimetričnosti« u kapitalnim kontrolama (jer se kontrole diferencirano primjenjuju na kapitalne odljeve u odnosu na priljeve kapitala) te liberalizacija restrikcija na kapitalne odljeve rezidenata, uz preciznije definiranje »strateških« dijelova nacionalne ekonomije u kojima se ograničavaju izravna strana ulaganja. Ulazak Hrvatske u mehanizam ERM2 povezan je s povećanjem stupnja liberaliziranosti kapitalnih tokova, te je determiniran s razvojem krize u eurozoni.

S liberalizacijom kapitalnoga računa i ulaskom u ERM2, potrebno je poduzeti mjere za povećanje stabilnosti financijskoga sustava i realnije iskazivanje kvalitete portfelja banaka te rekapitalizacija i formiranje posebnih *forward – looking* rezervacija za pokriće potencijalnih gubitaka banaka. HNB bi morala povećati broj i intenzitet *on site* nadzora banaka te poduzeti mjere za prijenos bankovnih rizika s državnoga na privatni sektor gospodarstva.

(3) U trećoj fazi planira se »završetak liberalizacije kapitalnoga računa i ostalih reformi«. Makroekonomska su stabilnost i održivi rast ekonomije osigurani. Ukidaju se sve preostale kapitalne restrikcije, ali se zadržavaju mjere prudenčijalne regulacije koje imaju karakter kapitalnih kontrola. Te mjere su usmjerene na kontrolu kreditnih rizika. Hrvatska ulazi u EMU i euro postaje nacionalna valuta u Hrvatskoj. HNB postaje dijelom sustava europskih centralnih banaka i ECB-a.

Sasvim je izvjesno kako će se ovi 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 (postoje različiti scenariji daljnjeg razvitka situacije u eurozoni, te analize (dez)integrativnih faktora u EMU, ali upućujemo na dva istraživanja: Parisi-Capone, Das and Menegatti, 2010., te Roubini, Parisi-Capone and Menegatti, 2007.). To bi značilo prolongirano korištenje hrvatskog monetarnog suvereniteta, najvjerojatnije sve do 2020. godine, te se mogu očekivati znatno stroži uvjeti za ulazak Hrvatske kao nove članice u Europsku monetarnu uniju.

Reforma financijskoga sustava ima za cilj izgradnju učinkovitih mehanizama za usmjeravanje nacionalne štednje u produktivne investicije. Ekonomija je u stanju (fiskalnom politikom i politikom plaća) prilagoditi se vanjskim šokovima. U ovoj završnoj fazi ipak je potrebna ponovna procjena makroekonomske stabilnosti i stabilnosti financijskog sustava te daljnje unapređivanje upravljanja rizicima koji nisu uklonjeni, uslijed djelovanja financijske globalizacije.

## 5. Zaključak

Temeljna je hipoteza ovog istraživanja to da je Hrvatskoj na srednji rok (u sklopu njezine ekonomske konvergencije Europskoj uniji (EU), odnosno Europskoj monetarnoj uniji (EMU)) potrebna postupna liberalizacija kapitalnog računa. Kratkoročno, Hrvatskoj će biti potrebno uvođenje i pažljiva primjena određenih novih oblika kapitalnih kontrola (na zaduživanje u inozemstvu i na odljev kapitala).

U liberalizaciji kapitalnoga računa bit će prijeko potrebno primijeniti različite *sequencing* strategije, zavisno od strukture kapitalnih tokova, osobito priljeva kapitala. U određivanju redoslijeda liberalizacije kapitalnoga računa često se u literaturi koriste jednostavna pravila, iako njihova primjena zavisi od konkretnih makroekonomskih okolnosti u nekoj zemlji. Selektivna liberalizacija kapitalnog računa – s različitim redoslijedom liberalizacije pojedinih komponenti međunarodnih kapitalnih tokova – mora biti sastavnim dijelom strategije liberalizacije financijskoga sektora i nacionalne ekonomije.

Ovdje se želi ukazati na potrebu da se liberalizacija uskladi s jačanjem regulacije i nadzora financijskih tržišta, kako bi se izbjegla nestabilnost financijskoga sektora u Hrvatskoj i mogući nastanak financijske krize. To je jedan od razloga našeg zalaganja za postupnu liberalizaciju kapitalnoga računa. Kvaliteta institucionalne izgradnje od posebne je važnosti za učinkovitost tržišne ekonomije, a gradualističke institucionalne promjene, stalnim marginalnim prilagođavanjima, dominirale su društvenim i ekonomskim promjenama.

Smatramo da preuranjena i neodmjerena liberalizacija kapitalnoga računa može povećati izloženost nacionalnoga gospodarstva različitim rizicima. Ovi rizici mogu nastati kao posljedica primjene neodgovarajućeg redoslijeda liberalizacije ili/i nekoordiniranosti strategije liberalizacije s komplementarnim ekonomskim politikama i mjerama. Ukratko, odgovarajući redoslijed i koordiniranost mjera za liberalizaciju kapitalnih inozemnih tokova zajedno s ostalim reformama djeluju pozitivno na ekonomski rast, ali i na stabilnost financijskoga sustava. Osim toga, u »gradualističkoj strategiji« liberalizacije prisutna je tzv. »konkurentnost instrumenata«, odnosno moguća je interna nekonzistentnost i konflikt između instrumenata politike liberalizacije. Deregulacija i liberalizacija financijskih tržišta i tržišta kapitala moraju biti popraćeni s pomnom primjenom makroprudencijalnih kontrola kako bi se sačuvala stabilnost financijskoga (i bankovnog) sustava. U tom smislu potrebno je istaknuti da se mogu uvoditi različita ograničenja (restrikcije) koja će smanjiti stupanj rizičnosti portfelja banaka. Za potrebe naše analize nužno je ukazati na restrikcije kojima se ograničava izloženost banaka rizicima kratkoročnog inozemnog zaduživanja i valutne neusklađenosti (engleski: *currency mismatch*) aktive i pasive u bilancama banaka, što dovodi do rizika promjene tečaja

i financijskih kriza. Zbog toga je vrlo važno kontrolirati devizni rizik u domaćem financijskom (bankovnom) sustavu, kako bi se rizik smanjio na prihvatljivu razinu (mjereno njegovim udjelom u kapitalu banaka).

S odgovarajućom strategijom liberalizacije kapitalnog računa konzistentna je i promjena sustava tečaja hrvatske valute u smjeru njegove sve veće fleksibilnosti, pa bi optimalna bila primjena jednog od oblika tzv. »intermedijarnih« tečajnih režima. Većina istraživanja sugerira da je optimalni redosljed u liberalizaciji kapitalnoga računa takav da se prvo mora povećati stupanj fleksibilnosti tečajnog režima, a tek tada pristupiti liberalizaciji kapitalnoga računa. No, zbog »asimetričnosti« u stupnju liberaliziranosti kapitalnoga računa, prijelaz na fleksibilniji tečajni aranžman morao bi biti podržan postupnim uklanjanjem postojeće asimetričnosti kapitalnoga računa.

U ovom istraživanju predlaže se okvirna, gradualistička strategija liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske. To je glavni dio analize koji se zasniva na originalnim istraživanjima autora. Naime, ne postoji jedinstveni, unificirani način za određivanje redosljeda mjera za liberalizaciju kapitalnoga računa i njihovu koordinaciju s ostalim ekonomskim politikama, već se to radi na individualnoj osnovi, za svaku zemlju zasebno, zavisno od brojnih specifičnih čimbenika koji su karakteristični za svaku pojedinu nacionalnu ekonomiju. Brzina liberalizacije i redosljed mjera za liberalizaciju kapitalnih transakcija s inozemstvom zavisi od konkretne situacije u nacionalnom gospodarstvu. Konačni cilj i svrha ovog istraživanja bilo je formuliranje osnova za optimalnu strategiju liberalizacije kapitalnoga računa Hrvatske i, s tim povezano, primjena drugačije tečajne politike koja mora biti konzistentna s takvim stupnjem liberaliziranosti kapitalnih tokova, sve do ulaska Hrvatske u ERM2 i njezine potpune eurizacije.

Zbog toga je opća dijagnoza stanja hrvatske ekonomije i ranjivosti financijskog sektora polazna osnova za izradu plana redosljeda liberalizacije kapitalnoga računa i njegove usklađenosti s ostalim reformama, posebno s makroekonomskim politikama i liberalizacijom financijskog sustava. Tri su glavne faze u liberalizaciji kapitalnog računa, koje su koordinirane s ostalim reformama. U prvoj fazi moraju se osigurati »polazne osnove za liberalizaciju kapitalnoga računa i ostale reforme«. Potrebno je osigurati makroekonomsku stabilnost te razvitak tržišta i institucija, uz kontrolu rizika bankovnog sustava. Monetarna i fiskalna politika moraju biti usmjerene na ostvarivanje Maastrichtskih kriterija, uz fiskalno rasterećenje gospodarstva, radi bržeg ekonomskog razvitka. Hrvatska u ovoj fazi može koristiti vlastiti monetarni suverenitet za bolju prilagodbu privrede vanjskim šokovima. Problem predstavlja relativno visoka razina euroizacije financijskog sustava. Potrebno je – uz istovremeno zadržavanje preostalih kapitalnih kontrola na odljeve kapitala te zadržavanje restrikcija na zaduživanje u inozemstvu – povećati stupanj fleksibilnosti tečajnog režima te primjenjivati pravila OECD-a za ulaganja tzv. »državnih investicijskih fondova«, kod priljeva kapitala. Uz to je

neophodan i prijelaz na strategiju »ciljane inflacije« i jačanja makroprudencijalne kontrole i nadzora banaka i njihovih klijenata (devizni rizik i rizik promjene kamatnih stopa). Zbog smanjene učinkovitosti kapitalnih kontrola na zaduživanje u inozemstvu, moguća je primjena kapitalnih kontrola i na izravno zaduživanje korporacijskog sektora u inozemstvu. U osnovi, u prvoj fazi implementacije strategije liberalizacije kapitalnoga računa bilo bi neophodno koristiti selektivnu liberalizaciju tokova kapitala, jer bi se od primjene kapitalnih restrikcija moglo izuzeti inozemno zaduživanje korporacija iz *tradable* sektora, kako bi se smanjili devizni rizici (tzv. *currency mismatch* problem, kao posljedica djelovanja teorije »izvornog grijeha«). S tim u vezi, predlaže se jačanje prudencijalne regulacije i supervizije banaka, usmjeravanje HNB-a na *on site* superviziju najvećih hrvatskih banaka te bolja koordinacija HNB-a u kontroli hrvatskih banaka s inozemnim institucijama i EU-om. U ovoj se fazi moraju stvoriti zakonodavne pretpostavke za ulazak Hrvatske u EMU.

U drugoj fazi »konsolidacija reformi« odvija se u uvjetima makroekonomske stabilnosti i ekonomskog razvitka. Hrvatska je ostvarila povoljniju fiskalnu i platnobilančnu poziciju, ali još uvijek postoji mogućnost da gospodarstvo bude izloženo vanjskom (asimetričnom) šoku. Ciljevi strategije liberalizacije kapitalnoga računa u ovoj fazi bi bili slijedeći: otklanjanje »asimetričnosti« u kapitalnim kontrolama, jer se diferencirano primjenjuju na kapitalne odljeve u odnosu na priljeve kapitala; liberalizacija restrikcija na kapitalne odljeve rezidenata, uz točnije definiranje »strateških« dijelova nacionalne ekonomije u kojima se ograničavaju strana direktna ulaganja. S povećanjem stupnja liberaliziranosti kapitalnih tokova povezan je ulazak Hrvatske u mehanizam ERM2. S liberalizacijom kapitalnog računa i ulaskom u ERM2, potrebno je poduzeti mjere za povećanje stabilnosti financijskoga sustava i realnije iskazivanje kvalitete portfelja banaka; rekapitalizacija i formiranje posebnih *forward – looking* rezervacija za pokriće mogućih gubitaka banaka. HNB bi morala povećati broj i intenzitet *on site* supervizija banaka te poduzeti mjere za prijenos bankovnih rizika s državnoga na privatni sektor ekonomije.

U trećoj fazi planira se »završetak liberalizacije kapitalnoga računa i ostalih reformi«. Makroekonomska stabilnost i održivi su rast ekonomije osigurani. Ukidaju se sve preostale kapitalne restrikcije, ali zadržavaju se mjere prudencijalne regulacije (koje imaju karakter kapitalnih kontrola). Ove mjere usmjerene su na kontrolu kreditnih rizika. Hrvatska ulazi u EMU, euro postaje nacionalna valuta u Hrvatskoj. HNB postaje dijelom sustava europskih centralnih banaka i ECB-a. Reforma financijskoga sustava ima za cilj izgradnju učinkovitih mehanizama za usmjeravanje nacionalne štednje u produktivne investicije. Ekonomija je u stanju – fiskalnom politikom i politikom plaća – prilagoditi se vanjskim šokovima.

Nakon konačnog prijelaza na fleksibilniji tečajni režim, može biti provedena potpuna liberalizacija kapitalnoga računa. Strategija prijelaza na fleksibilniji tečajni režim zahtijeva dobru usklađenost sa strategijom liberalizacije kapitalnoga računa. Prijelaz na fleksibilniji tečajni režim rezultat će realokacijom deviznog (tečajnog) rizika s dužnika iz *non-tradable* sektora ekonomije na dužnike u *tradable* sektoru i djelovati će na reduciranje rizika valutne neusklađenosti.

Vremenski okvir za uključivanje Hrvatske u EU, ERM2 i EMU, u ovom trenutku može se samo okvirno odrediti. Po optimističkom scenariju, Hrvatska bi do 2012. godine postala članicom EU-a, kada bi stupila i u ERM2, a 2017. godine uvela bi euro, iako se prolongirani rok do 2020. godine čini mnogo realnijim, zbog strukturalne krize EMU. Ukratko, ulazak u EMU mogao bi se odvijati postupno, gradualističkom strategijom u tri faze (ali sve pod pretpostavkom ulaska Hrvatske u članstvo Europske unije do 2012. godine): prva faza: »hrvatski monetarni suverenitet« - do 2012. godine; druga faza „konsolidacije reformi“: ulazak u ERM2, odmah nakon ulaska u EU - od 2012. do 2016.; i treća, posljednja faza: »euroizacija«, napuštanje monetarnog suvereniteta - 2017. (zbog krize EMU, realnije je očekivati godinu 2020.). Predvidjeli smo dulje zadržavanje Hrvatske u ERM2 mehanizmu, zbog problema oko liberalizacije kapitalnih tokova s inozemstvom.

No, sasvim je izvjesno kako će se ovi 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 i Irskoj. To bi značilo prolongirano korištenje hrvatskog monetarnog suvereniteta, te se mogu očekivati znatno stroži uvjeti za ulazak Hrvatske kao nove članice u Europsku monetarnu uniju.

### Literatura:

- Billmeier, Andreas and Leo, Bonato (2002.): *Exchange Rate Pass – Through and Monetary Policy in Croatia*; IMF Working Paper 02/7109; Washington DC; June 2002; [www.imf.org](http://www.imf.org)
- Cline, R. William and John, Williamson (2008.): *New Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates*; Policy Brief No. PB08-7; Peterson Institute for International Economics; Washington DC; July 2008
- 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

- Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske; Mjesečno statističko izvješće; Zagreb; razni brojevi
- Eichengreen, Barry and Masson, Peter (1998.): *Exit Strategies – Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*, IMF Occasional Paper No. 168, International Monetary Fund, Washington, DC; August 12, 1998
- Eswar, Prasad; Rogoff, Kenneth; Shang – Jin, Wei and M. Ayhan, Kose (2003.): *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*; International Monetary Fund; Washington DC; March 17, 2003
- Eswar, Prasad; Rumbaugh, Thomas and Wang, Quing (2005.): *Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*; IMF Policy Discussion Paper; PDP/05/1; International Monetary Fund, Washington, D.C., January 2005
- Eswar, Prasad and Rajan, G. Raghuram (2005.a): *Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal*; IMF Policy Discussion Paper; PD/05/7; International Monetary Fund; Washington DC; October 2005
- Eswar, Prasad; Rogoff, Kenneth; Shang – Jin, Wei and M. Ayhan, Kose (2006.a): *Financial Globalization: A Reappraisal*; International Monetary Fund; IMF Working Paper WP/06/189; Washington DC; August, 2006
- Eswar, Prasad and Rajan, G. Raghuram (2008.): *A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization*; NBER Working Paper Series No. 14051; Cambridge, MA; June 2008
- Frankel, A. Jeffrey (2003.): *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*; NBER Working Paper Series No. 10032; Cambridge, MA; October 2003
- Frenkel, A. Jeffrey and Wei, Shang – Jin (2004.): *Managing Macroeconomic Crisis*; NBER Working Paper Series No. 10907; Cambridge, MA; November 2004
- Freund, L. Caroline (2000.): *Current Account Adjustment in Industrialized Countries*; International Finance Discussion Papers; No. 692; Board of Governors of the Federal Reserve System; Washington DC; December 2000
- Gligorov, Vladimir and Vidović, Hermine (2004.): *Debt Sustainability and Growth*; WIIW Research Papers No. 306; WIIW; Vienna, May 2004
- Goldstein, Morris (2002.): *Managed Floating Plus*; Institute for International Economics; Washington DC; March 2002
- Goldstein, Morris and Turner, Philip (2004.): *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*; Institute for International Economics; Washington DC; April 2004



- Gosh, R. Atish; Goretti, Manuela; Joshi, Bikas; Ramakrishnan, Uma; Thomas, Alun and Zalzuendo, Juan (2008.): *Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies*; IMF Policy Discussion Paper; PDP/08/2; International Monetary Fund; Washington, DC; June 2008
- Grgić, Mato (1998.): *Globalizacija financijskih tržišta i liberalizacija bilance kapitalnih transakcija*; Ekonomski pregled, Zagreb; broj 49.
- Grgić, Mato (2002.): *Autonomna monetarna politika i transmisijski mehanizam*; Economics, Zagreb; broj 9.
- Hrvatska narodna banka (2004.): *Liberalizacija kapitalnih transakcija s posebnim osvrtom na tržište nekretnina – Raspored aktivnosti*; Radna verzija; HNB – Direkcija za istraživanja i statistiku; Zagreb; listopad 2004.
- Hrvatska narodna banka (2006.): *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske*; Zagreb; travanj 2006.
- Hrvatska narodna banka: *Makrobonitetna analiza*; HNB; Zagreb; razni brojevi
- Hrvatska narodna banka: *Financijska stabilnost*; HNB; razni brojevi
- Hrvatska narodna banka: *Bilten*; Zagreb; razni brojevi
- Hrvatska narodna banka, (2010.): *Godišnje izvješće 2009.*; Hrvatska narodna banka; Zagreb; lipanj 2010.
- Hrvatska gospodarska komora: *Gospodarska kretanja*; Zagreb; razni brojevi
- Hrvatska gospodarska komora (2010.): *Hrvatsko gospodarstvo u 2009. godini*; Hrvatska gospodarska komora; Zagreb; rujan 2010.
- The Institute of Economics: *Croatian Economic Outlook*; Zagreb; various issues
- Ishii, Shogo and Habermeier, Karl (2002.): *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*; International Monetary Fund; IMF Occasional Paper 211; Washington DC
- Karacadag, Cem; Sundararajan, V. and Elliot, Jennifer (2003.): *Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing*; International Monetary Fund; IMF Working Paper 03/116; Washington DC; June 2003
- McKinnon, I. Ronald (1993.): *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*; Second Edition; John Hopkins University Press; Baltimore and London
- Mervar, Andrea (1999.): *Liberalizacija međunarodnih financijsko – kapitalnih transakcija*; Ekonomski pregled; Zagreb; broj 1-2
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Razin, Assaf (1996.): *Current Account Sustainability – Selected East Asian and Latin American Experiences*, IMF Working Papers WP/96/110, International Monetary Fund, Washington, D.C.

- MMF, (2010.): Izvješće članova Misije MMF-a o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a održanima 2010.; Međunarodni monetarni fond; Washington DC; 3. lipnja 2010.; [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- 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
- Nsouli, Saleh; Rached, Mounir and Funke, Norbert (2002.): *The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers*; International Monetary Fund; IMF Working Paper 02/132; Washington DC; August 2002
- Oetker – Robe, Inci and Vavra, David (2007.): *Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences*; International Monetary Fund; IMF Occasional paper No. 256; Washington DC
- OECD (1990.): *Liberalization of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area*; Paris
- Parisi-Capone Elisa, Das Arnab and Menegatti Christian, (2010.): *Eurozone Scenario Analysis*; RGE Monitor - Roubini Global Economics Service; New York; September 2010
- Radošević, Dubravko (1996.): *Kapitalni transferi hrvatskih rezidenata u inozemstvo*, Računovodstvo, Revizija i Financije, broj 4., Zagreb
- \_\_\_\_\_ (1997.a): *Liberalizacija kretanja kapitala - Opcije za liberalizaciju kapitalnog računa Hrvatske*; “Privredna kretanja i ekonomska politika”, Ekonomski institut Zagreb i Ministarstvo financija Republike Hrvatske, Zagreb, broj 58, lipanj - srpanj 1997.
- \_\_\_\_\_ (1997.b): *Konvertibilnost valuta*, MASMEDIA, Zagreb
- \_\_\_\_\_ (1998.): *Liberalizacija kapitalnog računa Hrvatske – Pitanje redoslijeda i dinamike*, separat u studiji “Globalizacija i liberalizacija hrvatskog financijskog sustava i gospodarski razvitak”, u sklopu znanstvenog projekta “Bankarski i financijski sustav u formiranju štednje u funkciji gospodarskog razvitka”, Ekonomski institut i Zagrebačka banka dd, Zagreb, veljače 1998
- \_\_\_\_\_ (2005.): *Izazovi razvoja: Zagovor nove ekonomske politike Hrvatske*; Politička kultura; Zagreb
- \_\_\_\_\_ (2008): *Osnove strategije ulaska Hrvatske u Europsku monetarnu uniju*; Zbornik radova sa XVI. Tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista pod nazivom „Ekonomska politika Hrvatske u 2009. godini“; Hrvatsko društvo ekonomista i Inženjerski biro; Opatija

- \_\_\_\_\_ (2008a.): Liberalizacija kapitalnih transakcija i tečajni režimi u otvorenim ekonomijama; doktorska disertacija; Ekonomski fakultet Zagreb; Zagreb
- Radošević Dubravko, (2009): *Strategija, brzina i redosljed ekonomskih reformi; Zbornik radova sa XVII. Tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista pod nazivom „Ekonomska politika Hrvatske u 2010. godini“; Hrvatsko društvo ekonomista i Inženjerski biro; Opatija; 2009.*
- Radošević, Dubravko i Zdunić, Stjepan (2007.): *Hrvatska tranzicijska konvergencija; Ekonomski pregled; broj 12.; prosinca 2007.; Zagreb*
- Reinhart, M. Carmen; Rogoff, S. Kenneth and Savastano, A. Miguel (2003.): *Debt Intolerance; NBER Working Paper Series No. 9908; Cambridge, MA; August 2003*
- Rodrik, Dani (1998.): *Who Needs Capital Account Convertibility; Harvard University; February 1998*
- Rodrik, Dani (2002.): *After Neoliberalism, What?; Remarks at the BNDES Seminar on New Paths of Development; Rio de Janeiro; September 12-13*
- Rodrik, Dani and Subramanian, Arvind (2008.): *We Must Curb International Flows of Capital; The Financial Times; London; February 25 2008*
- 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*
- Santini, Guste (2007.): *Iluzija i stvarnost hrvatskog gospodarstva; RIFIN; Zagreb*
- Schandler, Susan; Drummond, Paulo; Kuijs, Louis; Murgasova, Zuzana and van Elkan, Rachel (2005.): *Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration; IMF Occasional paper No. 234; International Monetary Fund; Washington DC*
- Spence, Michael and Solow, Robert, editors, (2008.): *The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development; Commission on Growth and Development; International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank; Washington DC; May 2008*
- Stiglitz, Joseph and Greenwald, Bruce (2003.): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics; Cambridge University Press; Cambridge*
- Sundararajan, V.; Akira, Ariyoshi and Inci, Otker – Robe (2002.): *International Capital Mobility and Domestic Financial System Stability: A Survey of the Issues; in „Financial Risks, Stability and Globalization“; International Monetary Fund; Washington DC*
- Švaljek, Sandra (urednica) (2007.): *Pristupanje Europskoj uniji – Očekivani ekonomski učinci; Ekonomski institut Zagreb; Zagreb*

- Truman, M. Edwin (2008.): *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*; Policy Brief No. PB08-3; Peterson Institute for International Economics; Washington DC; April 2008
- Vamvakidis, Athanasios (2008.): *Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities*; IMF Working Paper, WP/08/181; International Monetary Fund, Washington, D.C.; July 2008
- Williamson, John (2000.): *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets - Reviving the Intermediate Option*; Institute for International Economics; Washington DC
- Williamson, John (2003.): *Exchange Rate Policy and Development*; Initiative for Policy Dialogue, Task Force on Macroeconomics; Columbia University; New York; August 7, 2003
- Williamson, John (2005.): *Curbing the Boom – Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*; Institute for International Economics; Washington, DC; July 2005
- 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 i Grgić, Mato (1995.): *Politika intervalutarnog tečaja i zaštite u strategiji razvitka hrvatskog gospodarstva*, Ekonomski pregled, Zagreb; broj 46.
- Zdunić, Stjepan i Grgić, Mato (1996.): *Monetarni faktor u politici razvoja*; Privredna kretanja i ekonomska politika; Zagreb; broj 49.
- Zdunić, Stjepan (2004.): *Relativne cijene i izvori rasta – komparativna analiza*; Ekonomski Pregled; Zagreb; broj 11-12; studeni – prosinac 2004.

## CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION STRATEGY OF CROATIA

### Summary

The liberalization of the capital account will necessarily require the application of different sequencing strategies dependently on the structure of capital flows, primarily capital inflows. A selective liberalization of the capital account - with a different sequencing of individual components of international capital flows - must be an integral part of the

strategy of financial sector liberalization and of the national economy. 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. Croatia's accession to EMU, involves three phases: the first phase is the period before accession to EU, when the country 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 2012, when it would enter ERM2, and would introduce the euro in 2017, at earliest. A worsening of the recession in eurozone could have high negative impact on speed of Croatia's entry in EMU, which could be thus realized in 2020.

Keywords: capital controls, capital flows, financial crisis, capital account liberalization