

*Ante Babić**

UDK 338.984.4:336.1:332.2 (497.5)

Izvorni znanstveni rad

LIBERALIZACIJA KAPITALNIH I FINANCIJSKIH TRANSAKCIJA U HRVATSKOJ¹

Autor u ovom radu analizira obveze koje je Hrvatska preuzela parafiranjem Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju (SAA) s Europskom unijom o liberalizaciji kapitalnih i financijskih transakcija, daje pregled stanja mobilnosti kapitala u Europi i raznih direktiva u Europi.

Uvod

Hrvatska je u svibnju uspješno okončala pregovore o Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju (Stability and Accession Agreement – SAA). Taj je Sporazum prvi korak formalnom približavanju Hrvatske Europskoj uniji i integriranju u njezine institucije. Pošto Hrvatska i zemlje članice EU ratificiraju Sporazum (što se očekuje do kraja 2002. godine), Hrvatska ima četiri godine za ispunjavanje obveza preuzetih Sporazumom. Jedna je od tih obveza liberalizacija kapitalnih i financijskih transakcija, osobito dugoročnih.

Hrvatska narodna banka i Ministarstvo financija pristupili su ove godine i izradi novog Deviznog zakona, koji bi cjelovito regulirao devizne transakcije. Naime, okolnosti u kojima je donesen stari Devizni zakon iz 1993. uvelike su se promijenile: međunarodnu nelikvidnost i nerazriješene odnose s vjerovnicima zamije-

* A. Babić, doktor znanosti, znanstveni suradnik u Ekonomskom institutu, Zagreb. Članak primljen u uredništvu: 28. 02. 2002.

¹ Stajališta iznesena u ovom članku osobna su stajališta autora i ne odražavaju nužno stajališta Hrvatske narodne banke ni Ekonomskog instituta, Zagreb. Autor se zahvaljuje mr. Tihomiru Štučki, mr. Maroju Langu, mr. Kreši Dragiću na korisnim komentarima i sugestijama, te Lani Dukić i Maji Bukovšak na pomoći u istraživanju.

nili su zadovoljavajuća međunarodna likvidnost i uređeni odnosi s vjerovnicima, što je rezultiralo pristupom svjetskim tržištima kapitala, promijenjen je sustav tečaja i došlo je do nekoliko promjena monetarnog sustava. Pošto je donesen novi Zakon o bankama (1999.) i izabrano novo rukovodstvo HNB u 2000., došlo je do novog vala promjena u monetarnom sustavu (počevši s ujednačivanjem i snižavanjem stopa obveznih rezervi), to je kulminiralo donošenjem novog Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci. Takav slijed događaja, kao i ubrzavanje globalizacije i približavanja Europskoj uniji učinili su još uvijek važeći Devizni zakon iz godine 1993. zastarjelim i rigidnim. Izmjene i dopune Deviznog zakona donesene na početku ove godine popravile su samo određene odredbe u skladu s promjenama instrumenata monetarne politike koji su već doneseni.

U svjetlu procesa otvaranja i globalizacije koji je realiziran u većini zemalja u svijetu i koji Hrvatska ne može izbjeći, kao i procesa pristupanja Hrvatske EU i harmonizacije s makroekonomskim uvjetima u tim zemljama (a koje imaju liberalizirane transakcije po kapitalnom i financijskom računu bilance plaćanja, odnosno kapitalnim i financijskim transakcijama), potrebno je pažljivo istražiti moguće pozitivne i negativne efekte ukidanja prepreka za kretanje kapitala u Hrvatskoj i izvan nje.

Obveze iz SAA-a, standardi EU i Devizni zakon

Pošto Hrvatski Sabor i parlamenti zemalja EU ratificiraju (što se očekuje do kraja 2002. godine), počinje teći prvo razdoblje od četiri godine u kojem roku Hrvatska mora napraviti određene radnje predviđene SAA-om i na to se razdoblje fokusira Sporazum.

Obveze iz SAA-a

Članak 49. Sporazuma nalaže da u razdoblju do četiri godine nakon početka primjene SAA-a Hrvatska mora omogućiti rezidentima iz EU kupovinu i prodaju zemljišta u Hrvatskoj po istim uvjetima kao i državljanima Hrvatske, osim poljoprivrednog zemljišta, šuma i šumskog zemljišta i prirodnih rezervata i pomorskog dobra. Nakon proteka prve četiri godine primjene SAA-a, Hrvatska u nekom (zasad nedefiniranom) roku mora omogućiti uporabu i poljoprivrednog zemljišta, šuma i šumskog zemljišta i prirodnih rezervata i pomorskog dobra rezidentima EU.

Hrvatska mora osigurati liberalizaciju, odnosno *konvertibilnost po tekućim transakcijama* bilance plaćanja – dakle, slobodnu razmjenu (i plaćanja) roba, usluga i rada, u skladu sa člankom 8. Statuta MMF-a.

Nakon prihvaćanja SAA-a, Hrvatska mora omogućiti slobodne transakcije *izravnim stranim ulaganjima (FDI)* i dohociima od izravnih stranih ulaganja.

Nakon prihvaćanja SAA-a, Hrvatska mora omogućiti slobodne transakcije *kapitalom za komercijalne kredite i zajmove* s rokom dospijeca iznad jedne godine (dakle, dugoročne ostale investicije). Četiri godine nakon prihvaćanja SAA-a, Hrvatska mora omogućiti slobodne transakcije kapitalom za portfolio investicije i financijske zajmove do jedne godine.

U drugom razdoblju, odnosno pošto proteknu prve četiri godine od prihvaćanja SAA-a, Hrvatska i EU pokušat će uspostaviti preduvjete za dalju liberalizaciju kapitalnih transakcija prema standardima EU.

Naravno, u posebnim situacijama kada kretanja kapitala ugrožavaju tečajnu ili monetarnu politiku Hrvatske, Hrvatskoj je dozvoljeno uvesti mjere ograničenja kontrole kapitala na razdoblje ne duže od šest mjeseci.

Europski standardi liberalizacije

Stanje liberalizacije kapitalnog računa u zemljama EU ili “konačni cilj” liberalizacije kojemu Hrvatska treba težiti nakon proteka prvog razdoblja (prve četiri godine primjene SAA-a), odnosno ono što treba ostvariti neposredno prije formalnog ulaska u EU, može se iščitati iz raznih Direktiva (zakona i podzakonskih akata EU).

Tako, na primjer, direktiva 88/361/EEC, donesena godine 1998. u jeku priprema za dalji razvitak Europskog monetarnog sustava prema monetarnoj uniji (što je kasnije objavljeno u obliku tzv. Delorsovog izvještaja) zahtjeva progresivno ukidanje svih ograničenja na kretanje kapitala između zemalja članica EU (ondašnje EEZ) i svake diskriminacije kretanja kapitala temeljene na nacionalnosti ili boravištu rezidenta EU. Tu su direktivu zemlje članice morale provesti do srpnja 1990. godine (osim Grčke, Portugala i Španjolske, koje su kasnije postale članice EEZ-a). Ta je direktiva dalje zahtijevala od zemalja članica da i sa trećim zemljama vode liberalnu politiku kretanja kapitala. Pritom se zemljama članicama omogućava da uvedu privremena ograničenja kretanja kapitala u slučaju nepovoljnih kratkoročnih tokova kapitala koji bi zemlju članicu spriječili u vođenju monetarne i tečajne politike (što se, uostalom, na isti način omogućuje i Hrvatskoj u okviru SAA-a).

Kako je Hrvatska putem SAA preuzela liberaliziranje dugoročnih tokova kapitala (dužih od 1 godine), unutar razdoblja 4 godine nakon početka primjene

SAA, u prvom razdoblju valja odredbe o dugoročnom kretanju kapitala u našem Deviznom zakonu prilagoditi direktivi 88/361/EEC, zadržavajući prema Sporazumu mogućnost liberaliziranja kratkoročnih tokova kapitala (do jedne godine) nakon prvog razdoblja, tj. nakon četiri godine od početka primjene SAA, pa do konačnog ulaska Hrvatske u SAA. Liberalizacija tih tokova može onda ići sporije, kao što su Portugal i Španjolska, odnosno Irska i Grčka, produžile rok za svoje ispunjavanje tih uvjeta pošto su primljene u EU (što je opet stvar daljih pregovora s EU).

Stanje i promjene deviznih ograničenja u Hrvatskoj

Hrvatska je po učlanjenju u MMF, de jure ispunila obveze prema članku VIII Statuta MMF-a koji nalaže potpunu liberalizaciju tekućeg računa. De facto su ostale restrikcije na plaćanje zaostataka (neplaćenih kamata i glavnice) po obvezama Italiji na kredite dane u razdoblju bivše Jugoslavije u okviru Pariškog kluba. Te će restrikcije ostati do zaključenja posljednjeg bilateralnog ugovora o reprogramiranju duga u okviru Pariškog kluba s Italijom.

Direktne strane investicije (FDI, ulaganje u više od 10% uloga u nekom poduzeću) za nerezidente u Hrvatsku (tzv. ulazne FDI) potpuno su slobodne, kao i direktne strane investicije u inozemstvo (tzv. izlazne FDI) za rezidentne pravne osobe, ali ne i za fizičke. Repatrijacija dobiti je također slobodna, pošto se podmiri sve zakonom propisane obveze (npr. porez na dobit i sl.).

Nerezidentima nije dopušten pristup na primarno tržište kratkoročnih vrijednosnih papira, iako ih mogu nabaviti na sekundarnom. Ostale transakcije Zakonom o deviznom poslovanju nisu zabranjene, ali se ne mogu obavljati zbog nerazvijenosti domaćeg financijskog tržišta, odnosno zbog toga što regulatorno tijelo (CROSEC) nije definiralo način izdavanja i trgovanja instrumenata novčanog tržišta, izdavanja i trgovanja garancijama i izdavanja i trgovanja financijskim izvedenicama.

Ulaganja stranih institucionalnih investitora nisu ograničena, ali imaju ograničenje kao i domaći investitori u izloženosti prema jednoj dionici do 5% u portfelju kako bi se disperzirao rizik. Domaći institucionalni investitori prema drugom zakonu (o investicijskim fondovima) imaju ograničenje ulaganja u inozemstvo od maksimalno 25%.

Na strani odljeva, pravne osobe imaju nešto lakše mogućnosti ulaganja u inozemne vrijednosne papire (osobito od 1997., za investicijske fondove i druge slične financijske pravne osobe), dok ostale pravne i sve fizičke osobe to ne mogu – njima je potpuno zabranjen izvoz kapitala (osim uz posebnu dozvolu kod trajnog iseljenja za fizičke osobe itd.)

Depoziti nerezidenata u domaćoj i stranoj valuti kod domaćih poslovnih banaka slobodno se transferiraju u inozemstvo, s tim da postoji ograničenje visine depozita,

radi pranja novca, nakon kojeg iznosa (105.000 kn) valja tražiti dozvolu HNB i Ureda za sprječavanje pranja novca. Domaće fizičke osobe mogu slobodno raspolagati devizama na računu, ali s njih mogu obavljati plaćanja samo po tekućim transakcijama (uvoz/izvoz roba i usluga, transakcije dohocima i transferima), dok pravne osobe mogu raspolagati devizama samo radi pravnih poslova s inozemstvom (tj. samo radi uvoza ili izvoza). Pravne domaće osobe mogu imati račune u inozemstvu za potrebe poslovanja, za što moraju dobiti dozvolu HNB (i to se daje uglavnom za investicijske radove u inozemstvu), a fizičke osobe ne mogu imati račune u inozemstvu, odnosno devizne račune mogu otvarati samo u domaćim bankama. Također nije moguće transferirati kapital s deviznog računa rezidenta (bilo pravne ili fizičke osobe) na račun nerezidenta. Te restrikcije, osobito za domaće pravne osobe, ublažio je Zakon o izmjenama i dopunama deviznog zakona od 10. travnja 2001, koji omogućava devizno kreditiranje domaćih pravnih osoba za sva plaćanja u inozemstvo i za polaganja na devizne račune, slobodno kupovanje i držanje deviza na deviznim računima za pravne osobe (bez povezanosti s izvoznim ili uvoznim poslom), slobodnu konverziju deviza za pravne osobe i liberalizaciju poravnanja potraživanja s inozemstvom za pravne osobe (omogućava se prijebor i cesija).

Zaduživanje nerezidenata u Hrvatskoj (od strane rezidenta) moguće je samo ako je rezidenta osnovao ili kupio nerezident (tj. kreditne transakcije između poduzeća nastalog stranom direktnom investicijom i matičnog poduzeća u stranoj zemlji). Zaduzivanje rezidenata (domaćih fizičkih i pravnih osoba) u inozemstvu slobodno je za sve vrste kredita i jamstava, uz uvjet da bude registriran kod HNB (što pripada blažim oblicima kontrole kapitala). Zakon o izmjenama i dopunama Deviznog zakona od 10. travnja 2001, dodatno je olakšao kreditiranje domaćih pravnih osoba od strane domaćih banaka i omogućuje devizno kreditiranje domaćih pravnih osoba za sva plaćanja u inozemstvo i za polaganja na devizne račune.

Domaće poslovne banke (a prema zakonu o bankama i sve podružnice stranih banaka bez predstavništava koje su osnovane u Hrvatskoj i prema tome posluju po Hrvatskom Zakonu o bankama iz godine 1999.) oslobođene su svih ograničenja za kapitalne transakcije – one mogu držati depozite u inozemstvu, mogu se zaduživati i odobravati kredite inozemstvu, kupovati vrijednosnice izdane u zemlji i inozemstvu i denominirane u domaćoj i stranoj valuti. Jedino ograničenje koje banke imaju jest otvorenost devizne pozicije koja ne smije prijeći 30% (za rizik prilagođenog) jamstvenog kapitala, i adekvatnost kapitala prilagođenog za rizik, što su BIS-ovi međunarodni standardi za nadzor i kontrolu banaka (što je na početku godine 2000. smanjeno na 25%, odnosno na 20% u kolovozu godine 2000.).

Kupnja nekretnina od strane nerezidenata u Hrvatskoj podliježe reciprocitetu (mogućnosti domaćih rezidenata za kupnju nekretnina u zemlji podrijetla nerezidenta), a osim toga nerezident mora pribaviti suglasnost hrvatskog Ministarstva vanjskih poslova uz prethodno mišljenje Ministarstva pravosuđa. Kupnja nekretnine u inozem-

stvu od strane rezidenta (pravne i fizičke osobe) također podliježe reciprocitetu, no domaći rezidenti ne mogu u tu svrhu kupovati devize na deviznom tržištu niti se koristiti sredstvima na deviznim računima.

Poruke teorije

Liberalizacija kapitalnog računa u teoriji promatra se kao bolje uključivanje zemlje u svjetske tokove štednje, i investicija što bi u načelu moralo omogućiti bolju alokaciju oskudnih ekonomskih izvora (ovdje kapitala ili štednje). Bolje korištenje inozemne (a i domaće štednje) u pravilu omogućava veći rast, a i razvitak². Zatim, domaći ekonomski subjekti mogu (intertemporalno) izgladiti kretanje poslovnih ciklusa kapitalnim transakcijama s inozemstvom³. Također, domaći i inozemni ekonomski subjekti mogu postići bolju alokaciju svog bogatstva (portfelja) i postići više prinose prilagođene za rizik⁴.

Naravno, sve navedeno ovisi o stupnju informiranosti ekonomskih subjekata (bilo domaćih, bilo inozemnih), jer se u suprotnom mogu javiti nesimetrične informacije uz koje se ne moraju ostvariti optimalni rezultati, već može doći i do financijskih poteškoća i kriza⁵. Naime, zbog nerazvijenosti financijskog sustava i oskudnosti kapitala u zemljama u razvoju koje se liberaliziraju, prinos kapitala je viši nego u razvijenim zemljama, pa investitori redovito po početku liberalizacije počinju ulagati u tu zemlju. Kako vrijeme odmiče i sve više kapitala dolazi njegov se prinos smanjuje i investitori počinju preispitivati svoje investicije i portfelje u tim zemljama, što može dovesti do "otrežnjenja" i povlačenja iz neke od tih zemalja, osobito ako je u međuvremenu na vidjelo izašla neka nova informacija (poput brojke za deficit države ili deficit u bilanci plaćanja) koja može u perspektivi ugroziti prihod od investicije (bilo da prijeti poremećaj tečaja ili kamatnjaka ili čak opća ekonomska poteškoća u kojima vlade pribjegavaju raznim mjerama – poput moratorija na repatrijaciju dobiti od investicija ili zapljene depozita, kao što je bio čest slučaj u latinskoj Americi). Stoga se često događa da u zemljama u razvoju koje se liberaliziraju prvo dođe do velikog priljeva kapitala, a potom (obično nakon usporavanja reformi) do velikog odljeva kapitala⁶.

² McKinnon (1991..

³ Eichengreen, Mussa, et al. (1998.).

⁴ Ibidem.

⁵ Aziz, Caramazza & Salgado, (2000.).

⁶ Razin i Milesi-Ferretti, (1997.).

Opasnosti povezane s liberalizacijom već su uvidjele i međunarodne financijske institucije koje su od svog osnutka 1950-tih do kraja 1990-tih godina gorljivo zagovarale liberalizaciju, kako transakcija po tekućem računu, tako i brzu liberalizaciju po transakcijama po kapitalnom računu. Valutne i druge financijske krize u 1990-tima ublažile su međunarodne institucije (prije svega MMF i Svjetsku banku) u zagovaranju što brže liberalizacije⁷, već se vraćaju ideje o potrebi pravilnog redoslijeda liberalizacije⁸.

Naime, stupanj liberalizacije kapitala određuje uvelike efikasnost monetarne i fiskalne politike, i kretanja kamatnjaka, tečaja i drugih makroekonomskih varijabli. Da bismo to jasnije vidjeli, može nam pomoći Mundell-Flemingov model prikazan na svršetku ovoga rada u dvije varijante s potpuno slobodnim kretanjem kapitala (Slika 1. u Dodatku 1.) i potpuno ograničenim kretanjem kapitala (Slika 2. u Dodatku 1.).⁹

Monetarna politika (monetarna ekspanzija) utječe na povećanje domaćeg proizvoda, snižavanje kamatnjaka u privredi i pogoršanje bilance plaćanja (u sustavu potpuno fiksnog tečaja), odnosno deprecijaciju valute (u sustavu potpuno fluktuirajućeg tečaja). Najveću promjenu domaćeg proizvoda Y monetarna ekspanzija ostvaruje u sustavu fluktuirajućeg tečaja, dok se promjena kamatnjaka brzo ispravi na početnu razinu. U sustavu fiksnog tečaja promjena domaćeg proizvoda manja je nego u sustavu fluktuirajućeg tečaja, a dolazi do smanjenja kamatnjaka (bez obzira na stupanj mobilnosti kapitala). U oba sustava tečaja i neovisno o stupnju mobilnosti kapitala monetarna ekspanzija ima analogne efekte na vanjsku ravnotežu - pogoršava ju - u sustavu potpuno fluktuirajućeg tečaja dovodi do deprecijacije tečaja, a u sustavu potpuno fiksnog tečaja dovodi do deficita opće bilance plaćanja. Što se tiče efikasnosti u promjeni domaćeg proizvoda i kamatnjaka, rezultati su mješoviti za monetarnu politiku, a veći su efekti na unutrašnju ravnotežu što je mobilnost kapitala manja – dakle monetarna je politika to neefikasnija u utjecaju na domaći proizvod i izravnavanju poslovnih ciklusa, što je mobilnost kapitala veća.

Fiskalna politika (fiskalna ekspanzija) utječe na povećanje domaćeg proizvoda i kamatnjaka u privredi, ali ima različite predznake utjecaja na vanjsku ravnotežu ovisno o režimu tečaja i stupnju mobilnosti kapitala. Najveću promjenu domaćeg proizvoda Y monetarna ekspanzija ostvaruje u sustavu fiksnog tečaja i potpune

⁷ Na sastanku Privremenog komiteta odbora guvernera Fonda (Interim Committee-a) u Hong Kongu u rujnu 1997. bila je pripremljena deklaracija MMF-a o liberaliziranju kapitalnog računa, odnosno njezino uvrštavanje u Statut Fonda, što bi se nametnulo kao jedan od dodatnih uvjeta za članove, poput liberalizacije po tekućem računu - vidjeti Fisher et al. (1998).

⁸ Wyplosz, (2001). O redoslijedu, vidjeti: McKinnon, (1991).

⁹ Prema: Babić, (1999).

mobilitnosti kapitala, odnosno uz fluktuirajući tečaj i potpunu nemobilnost kapitala. Najveće povećanje kamatnjaka fiskalna ekspanzija ostvaruje uz potpunu nemobilnost kapitala, dok uz potpunu mobilnost kapitala kamatnjak raste uz kasniji ispravak (fiksni tečaj) ili raste vrlo malo (uz fluktuirajući tečaj). Može se vidjeti da je fiskalna politika vrlo efikasna u promjeni domaćeg proizvoda Y i kamatnjaka u oba sustava tečaja, s time što je efikasnija uz potpunu nemobilnost kapitala. Uz potpunu mobilnost kapitala, fiskalna efikasnost popravljiva vanjsku ravnotežu - u sustavu fluktuirajućeg tečaja dolazi do aprecijacije, a u sustavu potpuno fiksnog tečaja dolazi do suficita u općoj bilanci plaćanja. To se potpuno mijenja uz potpunu nemobilnost kapitala - fiskalna ekspanzija sada pogoršava vanjsku ravnotežu, što u sustavu fluktuirajućeg tečaja znači deprecijaciju tečaja, a u sustavu fiksnog tečaja deficit opće bilance plaćanja. Iz tih različitih efekata fiskalne ekspanzije na vanjsku ravnotežu ovisno o stupnju mobilnosti kapitala slijedi zaključak da fiskalna politika nije toliko efikasna u postizanju vanjske ravnoteže.

Ono što se još može izvući iz Mundell-Flemingovog modela jest efekt liberalizacije na odnos neto tokova kapitala i (realnog) kamatnjaka. Naime, ako se usporedi situacija potpune nemobilnosti kapitala (Slika 2. u Dodatku 1.) sa situacijom potpune mobilnosti kapitala (Slika 1. u Dodatku 1.), uočljivo je kako krivulja BOP koja simbolizira tokove kapitala (i ravnotežu u bilanci plaćanja) liberalizacijom kretanja kapitala postaje puno elastičnija ili osjetljivija na kretanja realnog kamatnjaka, što znači da isti pomaci realnog kamatnjaka nakon liberalizacije uzrokuju veće promjene kretanja kapitala (bilo većih priljeva, bilo većih odljeva).

Liberalizacija transakcija po kapitalnom i financijskom snažno utječe na financijska tržišta i tokove kapitala u zemlju. Zemlje koje prebrzo liberaliziraju kapitalne transakcije, a istodobno ne jačaju bankarski i preostali financijski sustav, postaju osjetljive na kretanja kapitala i svaka ocjena nekonzistentnosti makroekonomskih (i drugih) politika vlade može uzrokovati odljev kapitala, odnosno poteškoće u bankarskom sustavu, što može rezultirati valutnom i sustavnim financijskom krizom¹⁰. Naime, zbog problema nesimetričnih informacija (nejednake informiranosti domaćih i inozemnih ekonomskih subjekata) može doći do "naopakog odabira" (adverse selection, kada se zbog manjka informacija odabere suboptimalna kombinacija ulaganja), moralnog hazarda (kada strana koja je informiranija – obično domaći ekonomski subjekti – prebacuju rizik i potencijalne troškove na neinformiraniju stranu) i do čoporativnog ponašanja ("herding behavior", pri čemu pojedinci na neinformiranoj strani slijede pojedince za koje misle da su informirani)¹¹. Sve

¹⁰ Aziz, Caramazza & Salgado, (2000.); Babić i Žigman, (2000.).

¹¹ Eichengreen, Mussa et al., (1998.). Pritom valja naglasiti kako naopaki odabir (adverse selection) nastaje zbog manjka informacija prije povlačenja poteza, a moralni hazard nastaje zbog kontinuirane razlike u informiranosti.

to može dovesti do “otrežnjenja” ili “čoporativnog” povlačenja inozemnih investitora s tržišta kada dobiju prave informacije i shvate položaj svojih investicija (koje provjeravaju periodički), što može uzrokovati probleme u bankarskom sustavu, valutnu krizu ili sveopću sustavnu financijsku krizu. To se upravo dogodilo u zemljama Azijske krize 1997. (Tajland, Koreja, Malezija, ...). Zato mnogi autori naglašavaju kako je prije liberalizacije kapitalnog računa važno ojačati financijski sustav i liberalizirati unutrašnja ograničenja domaćem financijskom sustavu, uz jačanje nadzora i kontrole (kako bankarskog, tako i ostalog financijskog sustava)¹².

Oslobađanje tokova kapitala može uzrokovati cikluse aprecijacije i deprecijacije tečaja: oslobođeni priljev kapitala (uz redovito više kamate u zemlji od inozemstva) uzrokuje aprecijaciju domaće valute, koja po isteku razdoblja počeka i početka otplate i vraćanja kapitala u inozemstvo (pojačano odljevima pošto domaći kamatnjaci počnu padati i dostizati svjetske razine) uzrokuje deprecijaciju tečaja¹³.

Isto tako oslobođeni tokovi kapitala mogu olakšati zaduživanje domaćih sektora, što može dovesti do gomilanja vanjskog duga zemlje i do neodržive (nesolventne) vanjske pozicije zemlje. Oslobađanje odljeva kapitala može, u slučaju da vlada ne vodi vjerodostojnu ekonomsku politiku (npr. u slučaju visoke inflacije) uzrokovati bijeg kapitala i poteškoće u bilanci plaćanja, vanjskom dugu te čak dovesti do valutne krize ili šire sustavne financijske krize. Doista, taj je problem u najzaduženijim zemljama (prema klasifikaciji Svjetske banke) bio toliko aktualan, da je u jeku dužničke krize u 1980-tima bijeg kapitala iznosio oko 40% ukupnog vanjskog duga, odnosno čak 50% na svršetku 1980-tih¹⁴. U nekim je zemljama bijeg kapitala (službeno nezabilježene transakcije kapitalom) bio upravo jednak ukupnoj količini novca u opticaju po široj definiciji, odnosno čak i dvostruko veći¹⁵.

Samo po sebi, ukidanje ograničenja kretanja kapitala ne dovodi zemlju u krizu, ali olakšava kretanje kapitala u zemlji i izvan zemlje (povećava elastičnost kapitala), osobito na vjerodostojnost ekonomskih politika koje provodi vlada. Npr., uz potpunu nemobilnost kapitala neodrživi i rastući državni deficit uz fiksni tečaj dovest će do pritiska na devalvaciju i do stvarne devalvacije od strane domaćih ekonomskih subjekata, ali će se to kudikamo prije dogoditi ako na tržištu deviza slobodno sudjeluju inozemni ekonomski subjekti (uz potpunu mobilnost kapitala).

Nasuprot teorijama koja zagovaraju što veću liberalizaciju kapitalnih transakcija kao najbolje moguće (first-best) rješenje domaće i inozemne alokacije oskudnih ekonomskih izvora, svako odstupanje od implicitnih pretpostavki tih teorija (poput

¹² Wyplosz, (2001.).

¹³ Razin i Milesi-Ferretti, (1997.).

¹⁴ Mathieson i Rojas Suarez, (1993.).

¹⁵ Mathieson i Rojas Suarez, (1993.).

nesavršenosti informiranja na financijskim tržištima) onemogućuje postizanje takvog rješenja i vodi u ostvarivanje second-best rješenja, odnosno u alokaciju oskudnih ekonomskih izvora uz ograničenja kretanja kapitala. Ti teoretičari navode razloge i situacije kod kojih je korisno imati kontrolu kapitala (odnosno, kada je second-best rješenje ili ravnoteža uz ograničenja bolja ili donosi veće blagostanje od first-best rješenja ili ravnoteže bez ograničenja). Tu pripadaju studije koje navode kako u slučaju loše unutarnje i vanjske ravnoteže monetarna i fiskalna stabilizacijska politika imaju manju efikasnost uz potpunu mobilnost nego uz potpunu nemobilnost kapitala (kao što smo vidjeli iz Mundell-Flemingovog modela). Druga vrsta literature koja preferira "second-best" rješenje literatura je višestrukih ravnotežnih točaka, koja naglašava da kontrola kapitala u situaciji nekoliko mogućih ravnoteža u privredi može omogućiti postizanje povoljnije ravnoteže, odnosno spriječiti postizanje lošije ravnoteže. Oba smjera u literaturi naglašavaju da stvarni svijet ne prate pretpostavke iz teorije, poglavito o potpunoj informiranosti i racionalnosti svih sudionika. Pregled empirijskih studija o efikasnosti kontrola kapitala (poput Mathieson i Rojas Suarez, 1993.) govori o tome kako su kontrole kapitala bile najefikasnije ako su bile popraćene kontrolom deviznog tečaja i vanjske trgovine, i kako su (zbog Brettvudskog sustava) kontrole kapitala bile efikasnije u 1950-tima, 1960-tima i na početku 1970-tih nego kasnije (nakon raspada Brettvudskog sustava fiksnih tečajeva i zbog pojačane globalizacije i kretanja kapitala). Također, kontrole kapitala nisu uspjele zaustaviti ni bijeg kapitala, niti valutne i druge krize (premda neki autori tvrde, da su zemlje koje su imale kontrole kapitala, imale puno manje poremećaje tokom Azijske valutne krize).

Sve rečeno nalaže da se liberalizacija kapitalnog računa mora provoditi vrlo postupno i odmjereno – zemlje zapadne Europe također nisu potpuno liberalizirale transakcije po kapitalnom i financijskom računu sve do kraja 1980-tih, a neke zemlje EU poput Portugala, Španjolske i Grčke zadržale su kapitalne kontrole i nakon ulaska u EU sredinom 1980-tih. U literaturi osobito 1980-tih postoji dosta radova o redosljedju liberalizacije. Jedan od najpoznatijih je McKinnonov redosljed liberalizacije, koji je Ronald I. McKinnon ustanovio na temelju proučavanja rasta i razvitka zemalja u razvoju i uloge financijskog sustava u njihovom rastu i razvitku¹⁶. Standardni McKinnonov redosljed liberalizacije jest: nakon reduciranja i postizanja održivog fiskalnog deficita, liberalizirati cijene i vanjsku trgovinu, zatim liberalizirati i deregulirati (reregulirati) financijske institucije uz njihovo jačanje, pa potom liberalizirati kapitalni račun (prvo dugoročne, a tek naposljetku kratkoročne transakcije). Vrlo je jednostavno razumjeti ovaj redosljed: fiskalna je neravnoteža redoviti izvor neravnoteža u ostatku privrede, osobito u zemljama poput tranzicijskih gdje država ionako ima veliku ulogu u privredi, a često se ne drži kriterija efikasnosti.

¹⁶ McKinnon (1991).

Pošto se otklone izvori neravnoteža iz javnog sektora, liberalizacija cijena i vanjske trgovine mora omogućiti da informacijski mehanizam cijena i robnih tokova omogućiti poboljšanje efikasnosti realnog sektora. Nakon uspješne reforme realnog sektora u smislu poboljšanja efikasnosti, kada je poslovanje realnog sektora konsolidirano (dakle, uklonjeni su rizici daljeg nagomilavanja gubitaka i nelikvidnosti u realnom sektoru) može se pristupiti liberaliziranju domaćeg financijskog sustava kojem također treba poboljšati efikasnost u prikupljanju i plasiranju štednje. Tako osposobljen i efikasan domaći financijski sustav (i realna ekonomija) sposobni su potom za “međunarodnu utakmicu”, odnosno nositi se s inozemnim igračima.

Pritom se neke kapitalne transakcije mogu liberalizirati prije drugih. Na primjer, izravna strana ulaganja (FDI) predstavljaju trajni poslovni interes stranog investitora u poduzeće koje je primilo izravnu strano ulaganje i stoga je malo vjerojatno da će takva ulaganja biti jako volatilna i štetna za makroekonomska kretanja u privredi. Također FDI se ne ubrajaju u vanjski dug, pa ne mogu uzrokovati ni nagomilavanje vanjskog duga, a time dužničku krizu ili krizu u bilanci plaćanja ili valutnu ili širu sustavnu financijsku krizu. S FDI-ima, osobito u osnivanje novih poduzeća (tzv. “greenfield” FDI) povezana su ulaganja u nekretnine – slobodno kupovanje zemljišta za novu tvornicu ograničuje uvelike priljev ovakvih investicija. Međutim, slobodnije kupovanje zemljišta već ima utjecaja na privredu – uzrokuje inflaciju cijena nekretnina, koja se potom može prelići i na ostale cijene. Slobodnije transakcije dugoročnim kreditima i vrijednosnicama (portfolio investicije) mogu imati ozbiljne posljedice, kako na financijski sustav u cjelini, tako i na bankarski sustav, tečaj, monetarne agregate (promjenu strukture agregata, multiplikatora i brzine kolanja) i ostala makroekonomska kretanja, što bi se moglo izbjeći prethodnim jačanjem domaćeg financijskog tržišta i stvaranjem preduvjeta za uspješno domaće transaktiranje tim transakcijama (uz jačanje sustava nadzora i kontrole banaka i ostalih financijskih institucija, osobito tečajnog rizika tih institucija, prihvaćanje međunarodno usporedivih računovodstvenih standarda, te transparentnost i dostupnost podataka o raznim financijskim institucijama i kreditnom bonitetu određenih zajmoprimaca). Slično osobito vrijedi za oslobađanje kratkoročnih transakcija dugom i vrijednosnim papirima koji su jako volatilni i mogu imati vrlo snažne utjecaje na domaću privredu (npr. uslijed špekulativnih napada), kao što se to pokazalo u krizi europskog tečajnog mehanizma (ERM 1992./93.) i Azijskoj krizi, pa bi takve tokove kapitala valjalo ostaviti za kraj liberalizacije.¹⁷

¹⁷ Aziz, Caramazza & Salgado, (2000.); Babić i Žigman, (2000.).

Dosadašnja iskustva drugih zemalja

Razvijene zemlje

Do sredine godine 1995. sve su industrijske zemlje (pod time se prije svega misli na zemlje OECD-a) ukinule ograničenja kretanja kapitalu, što je uz razvitak Interneta i telekomunikacijskih tehnologija dodatno pojačalo kretanja kapitala u svijetu.¹⁸

No, liberalizacija je kapitalnih transakcija kod razvijenih zemalja išla u nekoliko valova. Završetkom II svjetskog rata vladala su znatna ograničenja vanjske trgovine, ostalih tekućih transakcija i kapitalnih transakcija. Nakon ustanovljavanja Sustava iz Bretton-Wooda (MMF, Svjetska banka i GATT, godine 1949.) i Europske platne unije (što je osobito bitno za europske razvijene zemlje, godine 1950.), većina je kvantitativnih ograničenja trgovine ukinuta, ali je formalna konvertibilnost po tekućem računu bilance plaćanja (konvertibilnost po članku VIII. Statuta MMF-a) postignuta tek na svršetku 1950-tih i na početku 1960-tih (Japan tek godine 1964.). U 1961. OECD je iznio svoja pravila liberalizacije međunarodnih tokova kapitala, koja su se morala primijeniti u zemljama članicama. Međutim, osim u Kanadi, Švicarskoj i u SAD koje su odmah nakon rata imala liberalna pravila kretanja kapitala, liberalizacija je napredovala vrlo sporo. Prva polovina 1960-tih bila je razdoblje postupnog olakšavanja kontrole (osim Velike Britanije koja je ograničila odljev kapitala). U drugoj polovini 1960-tih zbog poremećaja u SAD i problema s vrijednošću dolara došlo je do potrebe da se ponovno uvedu ograničenja kapitala, kako bi se očuvao sustav iz Bretton-Wooda. Nakon propasti Bretonvudskog sustava (1971.), vrlo brzo su se počela razvijati financijska tržišta, potaknuta tehnološkim razvojem te razvojem ostalih financijskih institucija u SAD-u kao odgovor na strogu kontrolu banaka.

Iako su, dakle, SAD, Kanada i Švicarska imale odmah nakon Drugog svjetskog rata vrlo liberalna zakonodavstva o kretanju kapitala (uz određene prekide), a Njemačka je vrlo rano počela s liberaliziranjem svog kapitalnog računa bilance plaćanja, prvi se veliki val liberalizacije kapitalnih transakcija industrijskih zemlja zapravo dogodio u 1980-tima. Velika Britanija (1979.), Japan (1980.) i Njemačka (1981.) započele su taj val potpunom liberalizacijom kapitalnih transakcija, da bi zatim taj primjer slijedili Australija (1983.) i Novi Zeland (1984.). Kako je u EU u

¹⁸ Quirk, Evans et al., (1995).

okviru stvaranja Europskog monetarnog sustava (EMS) i Delorsovog izvještaja za dalju monetarnu integraciju liberalizacija kapitalnog računa shvaćena kao preduvjet u tome procesu, ubrzo su zemlje EU liberalizirale svoje kapitalne račune, počevši s Nizozemskom (1986.), Danskom (1988.), Francuskom (1989.), Belgijom, Irskom, Italijom i Luksemburgom (1990.). Taj su drugi europski val slijedile i zemlje EFTA-e poput Švedske (1989.), Austrija, Finska i Norveška (1990.), od kojih su Švedska, Finska i Austrija kasnije u 1995. pristupile u EU. Završetak liberalizacije kapitalnih transakcija europskih zemalja dogodio se do polovine 1990-tih, kada su Portugal, Španjolska (1993.) i Grčka (1994.) liberalizirali svoje kapitalne račune (te su zemlje ušle u EU u 1980-tima i dobile su dosta vremena da prilagode svoje privrede europskim uvjetima, pa su dobile i najduži rok za liberalizaciju kapitalnog računa). Posljednja industrijska zemlja koja je liberalizirala svoje kapitalne transakcije bio je Island (1995), zemlja EFTA-e.

Zemlje u razvoju i tržišta u nastajanju

Što se tiče zemalja u razvoju i tržišta u nastajanju, nije bilo jasnih “valova” u liberalizaciji kapitalnog računa kao kod razvijenih zemalja, premda je pod utjecajem MMF-a i ostalih međunarodnih institucija (koji su zagovarali kako liberalizaciju tekućeg, tako i kapitalnog računa) bilo dosta razmišljanja o liberalizaciji kapitalnog računa od strane zemalja u razvoju. Do sredine 1980-tih odvijale su se liberalizacije kapitalnog računa s pozicije snažne bilance plaćanja (Indonezija, Malezija i Singapur), a nedavne su liberalizacije provedene uz deficit BOP i u jeku dužničke krize i u jeku tranzicijske recesije. Također, su jednako uspješnu liberalizaciju kapitalnog računa provele zemlje s fiksnim i fluktuirajućim tečajevima.¹⁹

Nakon liberalizacije kapitalnog računa (i za priljeve i za odljeve), ako je bila popraćena monetarnim i fiskalnim reformama, došlo je do povjerenja u ekonomske politike zemlje i novih priljeva, što je popravilo ukupnu poziciju bilance plaćanja. U suprotnom je dolazilo do pogoršanja bilance plaćanja i do odljeva bilo službeno zabilježenih, bilo bijega kapitala. Kretanja na tekućem računu bila su različita u raznim zemljama, a u slučaju viška priljeva nakon liberalizacije vrlo je često dolazilo do aprecijacije valute, i u manjem je broju slučajeva došlo do snažnih odljeva i deprecijacije domaće valute (osobito ako je kreditna ekspanzija bila neprimjerena). Priljevi su često značili povećanje rezervi, dok su odljevi značili smanjenje među-

¹⁹ Quirk, Evans et al., (1995).

narodnih rezervi. Tamo gdje se liberalizacija kapitalnih transakcija provodila prije dovoljno razvijenog i konkurentnog financijskog sustava došlo je do problema financijskih institucija, osobito banaka.²⁰

ČILE.²¹ Čile je sredinom 1970-tih ukinuo većinu ograničenja transakcijama po kapitalnom računu, ali je prije liberalizacije kapitalnog računa napravio liberalizaciju trgovine, stabilizirao fiskalnu poziciju i postupno skidao ograničenja na kapitalnom računu, zadržavajući ograničenja za kratkoročna kretanja kapitala. Zato je liberalizacija kapitalnog računa u to vrijeme u Čileu imala pozitivne rezultate (osim deprecijacije od 20%-25% i pogoršanja salda kapitalnog računa) – inflacija je dovedena s dvoznamenkastih brojki na jednoznamenkaste i visoke pozitivne realne kamatnjake. Devedesete je Čile počeo s liberaliziranim transakcijama po tekućem računu, no sa sljedećim ograničenjima po kapitalnom računu: poduzeća su morala devize po uvozu ili izvozu prodati bankama (nisu mogla zadržati više od 5% za strane konzultante ili službene putove), svi krediti iz inozemstva morali su biti prijavljeni centralnoj banci, a dugoročni i odobreni od centralne banke, strana ulaganja u Čile morala je odobriti Agencija za strana ulaganja. Tijekom 1992. je dozvoljeno najkvalitetnijim čileanskim bankama i poduzećima da izdaju vrijednosnice u inozemstvu, mirovinskim je fondovima omogućeno investirati do 3% ukupne vrijednosti mirovinskog fonda u inozemstvo, liberalizirane su tečajne arbitražne operacije banaka u inozemstvu. Tijekom godine 1994. bankama i poduzećima koje su prvorazredne i drugorazredne (sve s investicijskim bonitetom) omogućeno je izdavanje ADR (American Deposit Receipts) i time izdavanje vrijednosnica u inozemstvu, omogućeno je ulaganje banaka i investicijskih fondova u off-shore zone, ukinuta su pravila o izloženosti devizne pozicije banaka. Tijekom 1996. godine je omogućeno uzajamnim fondovima ulaganje u inozemstvo. Mirovinskim je fondovima omogućeno ulaganje do 12% ukupne imovine u inozemstvo tijekom godine 1997. Tijekom godine 1997. također je omogućeno kupovanje realne i financijske imovine u inozemstvu, otvaranje depozita u inozemstvu i davanje zajmova inozemstvu i sudjelovanje u zajedničkim istraživanjima i iskorištavanjima prirodnih izvora. Također je u toj godini omogućeno lakše poslovanje financijskim izvedenicama na deviznom tržištu i dodatno olakšan pristup stranih direktnih investicija. Godine 1999. financijskim institucijama omogućene su transakcije kamatnim forward ugovorima, terminskim poslovima i opcijama u inozemstvu, oslobođeno je davanje zajmova od pravnih i fizičkih osoba u inozemstvo, povećano je ograničenje mirovinskih fondova za ulaganje u inozemstvo na 16% njihove imovine, a vraćeno je ograničenje na otvorenost devizne pozicije banaka. Razvitak situacije u Čileu u deve-

²⁰ Quirk, Evans et al., (1995.).

²¹ Mathieson i Rojas-Suarez, (1993.), te IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements ...", razne godine.

desetima možemo pratiti kretanjem važnijih makroekonomskih pokazatelja (Slika 3. u Dodatku 2.). Čile je zbog razboritog redoslijeda liberalizacije najviše profitirao od liberalizacije kapitalnih transakcija 1992.-1994. od svih latinskoameričkih zemalja, što je omogućilo poticaj razvitka financijskih tržišta (povećanje M4/BDP) i konvergiranje kamatnjaka prema svjetskim razinama. Budući da je ta zemlja imala umjerenu inflaciju, suficit na računima države i relativno mali deficit na tekućem računu BOP, nije došlo do velikih oscilacija portfolio i ostalih investicija. Mnogi stručnjaci taj uspjeh Čilea pripisuju razboritom ponašanju spram kratkoročnih kapitalnih tokova i uvođenja posebnog poreza (tzv. Tobinov porez) na kratkoročne tokove međunarodnog kapitala.²²

MEKSIKO.²³ Meksiko je po rješenju svoje dužničke krize 1983.-1987. proveo fiskalnu reformu koja je dovela do primarnog suficita, a potom je liberalizirao neke transakcije po kapitalnom računu. Uz uobičajene je efekte (pogoršanje kapitalnog računa i deprecijaciju od 20%-25%), zbog održive fiskalne pozicije Meksiko je uspio sniziti inflaciju s troznamenaste na dvoznamenkastu i doći do visokih pozitivnih kamatnjaka (koji su na svršetku 1980-tih i na početku 1990-tih pali zbog odljeva kapitala radi otplate dugova). Na početku devedesetih, Meksiko je imao sljedeća ograničenja: potpuno slobodne transakcije po tekućim transakcijama, zabranu primanja domaćih depozita od inozemnih financijskih institucija, slobodu stranih ulaganja do određenog iznosa, osim u strateška područja (poput nafte, petrokemije, itd.) i moraju se registrirati osobito ako se želi kupiti više od 49% kod posebne Agencije, nerezidentni investitori mogu ulagati u kratkoročne državne vrijednosnice putem domaćih brokera (tj. ne direktno na primarnom tržištu). Godine 1994. ukinuta su ograničenja na portfolio investicije. Tijekom godine 1995. ustanovljeno je devizno tržište forward ugovorima i opcijama. Godine 1999. olakšana su strana direktna ulaganja (u banke i financijske institucije, npr.), no postoji kontrola brokera, banaka i investicijskih društava u kupnji stranih vrijednosnica, a bankama je omogućeno trgovanje terminskim ugovorima i opcijama. Razvitak situacije u Meksiku u devedesetima možemo pratiti kretanjem važnijih makroekonomskih pokazatelja (Slika 4. u Dodatku 2.). Može se zaključiti kako je liberalizacija kapitalnih transakcija 1994. omogućila preduvjete za valutnu krizu u Meksiku, zbog stvaranja dodatnih neravnoteža (osim deficita na tekućem računu), osobito uslijed kratkoročnog zaduživanja države i prodavanja kratkoročnih vrijednosnih papira strancima.

ČEŠKA.²⁴ Republika Češka devedesete je počela kao Čehoslovačka, da bi u godini 1991. prešla u konfederaciju Češke i Slovačke Republike, a potom se godine

²² Mathieson i Rojas-Suarez, (1993.).

²³ Mathieson i Rojas-Suarez, (1993.), te IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements ...", razne godine.

²⁴ IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements ...", razne godine.

1992. mirno razdružila sa Slovačkom. Češka je vrlo rano liberalizirala kapitalne transakcije, uglavnom u želji da što prije udovolji svim uvjetima za punopravno članstvo u OECD-u (Organizaciji za ekonomsku suradnju i razvoj). Nakon liberalizacije transakcija po tekućem računu godine 1995., počela je smanjivati ograničenja kapitalnih transakcija (kupnju stranih vrijednosnica od strane rezidenata, kupovinu imovine u inozemstvu i izvoz i uvoz vrijednosnica denominiranih u krunama već 1994), da bi s početkom 1999. godine ukinula sva ograničenja na kapitalne transakcije. Ostaju ograničenja u držanju računa rezidenata u inozemstvu (za što se mora tražiti dozvola), kupovanju blagajničkih zapisa centralne banke (mogu ih kupiti na primarnom tržištu samo rezidentni institucionalni investitori), odobrenja za nerezidente da izdaju zadužnice i instrumente tržišta novca u Češkoj, kao i za izdavanje zadužnica i instrumenata tržišta novca rezidenata u inozemstvu. Kriza Češke Krune u svibnju 1997. pokazuje kako ipak treba liberalizaciju kapitalnog računa provoditi u situaciji kada su unutrašnja i vanjska ravnoteža blizu, a ne u situaciji velike vanjske neravnoteže. Naime, saldo se na tekućem računu bilance plaćanja Češke pogoršavao od 1993., da bi na svršetku 1996. i na početku 1997. dosegao ogromne razmjere. Razvitak situacije u Češkoj u devedesetima možemo pratiti kretanjem važnijih makroekonomskih pokazatelja (Slika 5. u Dodatku 2.). Liberalizacija kapitalnih transakcija u Češkoj 1995. (1999.) donijela je poticaj daljem razvitku financijskih tržišta, povećavajući u 1995. omjer M4/GDP, smanjujući kamatnjake u godini 1999. prema svjetskim razinama, uz visok neto priljev ostalih investicija, i kratkoročnih ulaganja (u vrijednosnice i instrumente tržišta novca). Inherentne nestabilnosti u obliku deficita na tekućem računu i sve većeg javnog deficita (uz probleme u bankarskom sektoru), osobito nakon liberalizacije kapitalnih transakcija godine 1995., dovele su do dvije bankarske krize (jedna manja 1995./1996. i jedna veća 1996./1997. godine²⁵) što je uzrokovalo valutnu krizu češke krune u godini 1997.²⁶

MAĐARSKA.²⁷ Mađarska je devedesete počela sa sljedećim ograničenjima. Strane direktne investicije u Mađarsku bile su slobodne (oslobođene davanja dozvola za zajednička ulaganja) kao i repatrijacija dobiti, dok je za strane investicije u inozemstvo bilo potrebno odobrenje određenog ministarstva (za međunarodne ekonomske odnose), strano zaduživanje mađarskih rezidenata moralo je biti odobreno od strane centralne banke, a fizičke osobe nisu mogle nikako transferirati kapital u inozemstvo niti ga držati u inozemstvu. Liberalizaciju transakcija po tekućem računu Mađarska je provela na početku godine 1996., a iste je godine donesen i novi devizni zakon koji je ukinuo neka ograničenja kretanja kapitala, omogućujući

²⁵ Czech national bank (1996., 1997., 1998.).

²⁶ Šmidkova, Katerina, et al., (1998.).

²⁷ IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements ...", razne godine.

strancima da ulažu u većinu mađarskih vrijednosnica s rokom dospijeca dužim od godine dana, omogućene su i strane investicije rezidenata u inozemstvo, i ulaganja rezidenata u vrijednosnice poduzeća i zemalja OECD-a s najvišim bonitetom (putem stranih brokera). Tijekom godine 1997. liberalizirani su futures ugovori i opcije na deviznom tržištu između banaka, omogućeno je kratkoročno kreditiranje nerezidenata uz određena pravila. Mađarska je također zatražila članstvo u OECD-u, što je zahtijevalo dodatnu liberalizaciju kapitalnog računa. Tijekom 1998. omogućeno je devizno kreditiranje rezidenata, držanje depozita u inozemstvu od strane rezidenata, kreditiranje nerezidenata u domaćoj valuti, potpuno su oslobođena strana direktna ulaganja, ulaganje u strane vrijednosnice (zemalja OECD-a) kao i kupovanje nekretnina rezidenata u inozemstvu. Krajem godine 2000. ostale su regulirane samo kratkoročne vrijednosnice i dugovne transakcije. Razvitak situacije u Mađarskoj u devedesetima možemo pratiti kretanjem važnijih makroekonomskih pokazatelja (Slika 6. u Dodatku 2.). Liberalizacija u Mađarskoj dovela je do ponovnog poticaja razvitka financijskih tržišta u Mađarskoj uz konvergiranje kamatnjaka u Mađarskoj prema svjetskim razinama. Zbog kroničnog deficita na tekućem računu BOP i računu države Mađarska je iskusila probleme u bankarskom sektoru još i prije liberalizacije, tako da smanjenje neto priljeva portfolio i ostalih investicija u ovom slučaju nije dovelo do valutne krize.

TAJLAND.²⁸ Tajland je devedesete godine počeo s liberaliziranim tekućim transakcijama i sljedećim ograničenjima kretanja kapitala: investicije stranaca u dionice (direktne i portfolio investicije) bile su slobodne, slobodno je bilo i zaduživanje u inozemstvu (osim za javni sektor, čije je zaduživanje moralo biti odobreno), rezidentne su banke mogle davati devizne kredite nerezidentima do 5 milijuna dolara, a direktne i portfolio investicije u inozemstvo bile su ograničene iznosom (do 5 milijuna USD) i morale su biti odobrene od centralne banke. Tijekom 1994. ukinuto je ograničenje iznosa kreditiranja nerezidenata od strane ovlaštenih banaka u devizama, a uvedena su i pravila za izloženost devizne pozicije kako za banke, tako i za druge financijske ustanove. Godine 1997. u jeku Azijske krize (koja je započela u Tajlandu), centralna je banka uvela privremena ograničenja kretanja kapitala kako bi se popravilo stanje. Krajem 2000. preostala su ograničenja kod držanja depozita u inozemstvu od strane rezidenata i konvertibilnosti računa u domaćoj valuti od strane nerezidenata, ograničenja (u iznosu ili visini udjela ili uz potrebno odobrenje) direktnih i portfolio investicija za rezidente u inozemstvo i nerezidente u Tajlandu, i za kupnju nekretnina rezidenata u inozemstvo i nerezidenata u Tajlandu, te inozemni sadržaj portfelja institucionalnih investitora. Razvitak situacije u Tajlandu u devedesetima možemo pratiti kretanjem važnijih

²⁸ IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements ...", razne godine.

makroekonomskih pokazatelja (Slika 7. u Dodatku 3.). Liberalizacija kapitalnih transakcija u Tajlandu 1994.-97., dala je poticaj razvitku tajlandskog financijskog sustava uz snižavanje kamatnjaka prema svjetskim razinama. Uz neravnotežu na tekućem računu (ali relativnu disciplinu kod računa države), slab nadzor nad bankarskim sustavom, veliko kolebanje (osobito ostalih investicija) priljeva i odljeva na kapitalnom računu doveli su do valutne krize u Tajlandu.

Da bi se jasnije vidjeli efekti liberalizacije na primjeru zemalja u razvoju, zemlje se mogu grupirati po sličnosti uvjeta na grupu latinskoameričkih zemalja (Argentina, Čile, Meksiko – bez Brazila koji je dio liberalizirao tek 1999.), grupu srednjoeuropskih zemalja (Češka, Mađarska i Poljska – bez Slovenije kojoj liberalizacija tek predstoji po zakonu iz godine 1999.) i grupu istočnoazijskih zemalja (Koreja, Filipini i Tajland). Iz statistike bilance plaćanja (IMF, Annual BOP statistics) uzeli smo detalje računa portfolio i ostalih investicija za navedene zemlje i uzeli omjere prema BDP-u u dolarima za svaku stavku. Tada smo za svaku grupu zemalja napravili prosjek (ponderirani prema broju stanovnika) za dvije godine prije početka liberalizacije (Latinska Amerika – 1990. i 1991., srednjoeuropske – 1993. i 1994. godina i istočnoazijske – 1992. i 1993. godina) te dvije godine nakon završetka liberalizacije (Latinska Amerika – 1995. i 1996., srednjoeuropske – 1997. i 1998. godina, te istočnoazijske – 1998. i 1999. godina). Zatim je za svaku varijablu uzet jednostavan prosjek vrijednosti za grupe zemalja. Iskustva navedenih zemalja pokazuju (Slike 8. i 9. u Dodatku 4.) sljedeće. Kod ukupnih portfolio investicija (Slika 1.) nakon liberalizacije dolazi do smanjenja portfolio ulaganja u aktivu (smanjenja ulaganja u inozemne vrijednosnice) i do povećanja portfolio ulaganja u pasivu (povećanje izdavanja i prodaje domaćih vrijednosnica strancima), tako da neto portfolio investicije jako rastu. Takvo kretanje vjerojatno je stoga što zemlja koja nije imala liberalizirana kretanja kapitala nije imala ni efikasno korištenje oskudnih izvora kapitala, pa je prinos kapitala (mjereno ovdje realnim kamatnjakom) svakako bio viši od svjetskoga, što prema kamatnom paritetu i teoriji ravnoteže portfelja svakako upućuje na to da će prvi efekt u tim zemljama biti priljev kapitala po osnovi razlike u realnim kamatama. Kod ostalih investicija (Slika 2.), liberalizacija dovodi do velikog povećanja i ostalih ulaganja u aktivu (davanja kredita u inozemstvo i držanja depozita i valute) i u pasivu (uzimanja kredita u inozemstvu i držanja depozita i valute od strane stranaca) u prvoj godini nakon liberalizacije, što se smiruje već u drugoj godini nakon liberalizacije.

Implikacije za ekonomsku politiku i preporuke

Hrvatska je dosad imala relativno nizak deficit države, no neravnoteža izvanproračunskih fondova (osobito mirovinskog i zdravstvenog) postala je neodrživa (što se pokušalo ispraviti ekonomskim programom u okviru Stand-by aranžmana s

MMF-om 2000./2001.). Najavljena mirovinska i zdravstvena reforma u okviru Stand-by aranžmana mogu pomoći da se konsolidirana pozicija države privede održivoj, što bi onda moglo dati preduvjet za dalju liberalizaciju. Sljedeći korak u liberalizaciji (prema McKinnonovom redosljedu) jest liberalizacija cijena i trgovine. Hrvatska je vrlo rano liberalizirala većinu cijena, osim određenih (nekih 23 artikla, od čega mlijeko, kruh, energenti itd.), a nedavno je omogućila INA-i da slobodno određuje cijenu nafte i naftnih derivata. Sa druge strane, Hrvatska od 1995. ima potpunu slobodu transakcija po tekućem računu bilance plaćanja, a od 2000. je članica WTO-a, čemu je prilagodila i svoju vanjskotrgovačku politiku. Sljedeći bi korak u liberalizaciji morala biti liberalizacija domaćeg financijskog sustava. Hrvatsko je bankarstvo prošlo dvije bankarske krize – prvu 1991./1992. i drugu 1998./1999., čime je taj dio financijskog sustava očišćen od slabih dijelova. Novi zakon o bankama morao bi donijeti liberalnija pravila više u skladu s bankarskim direktivama koje vrijede u EU. Nadzor i kontrola banaka nisu bili dovoljno razvijeni za hvatanje u koštac s bankarskom krizom iz 1998./99., pa bi valjalo poraditi na tome segmentu. Isto je tako značaj ostalih financijskih institucija neznatan u odnosu na banke (osiguravajuća društva, investicijski fondovi, privatizacijski investicijski fondovi itd.). Novi zakoni o investicijskim fondovima i vrijednosnim papirima morali bi olakšati njihovo poslovanje, a valjalo bi predvidjeti i ojačati nadzor i kontrolu ostalih financijskih institucija (možda u jednoj instituciji – CROSEC-u). Mirovinska reforma i formiranje riznice unutar Ministarstva financija morali bi također potaknuti jačanje ostalih financijskih institucija i ukupnog financijskog tržišta. Tek kada se sve to dovrši, moralo bi se pristupiti liberaliziranju kapitalnih transakcija.

Može se zaključiti kako Hrvatska ima relativno visok stupanj slobode kapitalnim transakcijama, osobito za strane rezidente, potom za domaće pravne osobe, a najmanje za domaće fizičke osobe. Takva sloboda transakcijama traje uglavnom od godine 1993., kada je donesen Devizni zakon, ali se povećavala godine 1997. (omogućivanjem ulaganja u inozemstvo u sferi portfolio investicija, prema Zakonu o vrijednosnim papirima i Zakonu o investicijskim fondovima), a jačanje domaćeg financijskog tržišta i ukidanje određenih ograničenja osobito za domaće pravne osobe dodatno je postignuto Zakonom o izmjenama i dopunama Deviznog zakona iz godine 2001.

Hrvatska ima pred sobom nekoliko razdoblja do potpune liberalizacije:

U *prvom*, iniciranom preuzetim obvezama iz SAA-a i koji traje četiri godine od ratificiranja SAA od strane Hrvatskog Sabora i parlamenata zemalja EU, Hrvatska mora: osloboditi ulaganja rezidenata EU (i ostalih stranaca) u strane direktne investicije, u nekretnine (osim poljoprivrednog zemljišta, priobalnog područja, šuma itd.), u dugoročna ulaganja u vrijednosne papire (portfolio ulaganja) i dugoročne ostale investicije (tj. davanje dugoročnih kredita strancima). Kako su FDI za strance već slobodni, ulaganje stranca u nekretnine slobodno je uz pravilo reciprociteta

(koje će trebati obogatiti svim zemljama EU, što će i EU učiniti za Hrvatske rezidente). Preostaje oslobađanje dugoročnih ulaganja u vrijednosnice (dugoročne portfolio investicije), sudjelovanje nerezidenata na primarnom i sekundarnom tržištu dugoročnih vrijednosnica i dugoročna ulaganja u kredite (davanje dugoročnih kredita rezidentima EU). To se ne tiče toliko Deviznog zakona, već više drugih zakona (osobito Zakona o vrijednosnim papirima, Zakona o investicijskim fondovima i Zakona o kreditnim odnosima s inozemstvom koji bi se mogao uklopiti u novi Devizni zakon) i utvrđivanja pravila igre od strane CROSEC-a. Jednom kada se to omogući, doći će do priljeva po osnovi portfolio i ostalih investicija stranaca (iz EU i drugih dijelova svijeta) u Hrvatske vrijednosne papire i kredite, jer su realne kamate u Hrvatskoj kudikamo više od svjetskih, odnosno kamatnjaka koje prevladavaju u zapadnim zemljama bogatim kapitalom, a veći je i prinos po uloženom kapitalu.

Pritom se izravna strana ulaganja (FDI), koja predstavljaju trajni poslovni interes stranog investitora, mogu osloboditi odmah, a ulaganje u nekretnine valja odgoditi prema svršetku četverogodišnjeg razdoblja zbog jednostavnog razloga što iako bi time Hrvatski rezidenti i Europski rezidenti bili de jure izjednačeni, de facto bi europski rezidenti bili u prednosti kod kupovanja nekretnina zbog veće kupovne moći. Slobodnije transakcije dugoročnim kreditima (ostale investicije) i vrijednosnicama (portfolio investicije) mogu imati ozbiljne posljedice na privredu, što bi se moglo izbjeći prethodnim jačanjem domaćeg financijskog tržišta, pa bi liberalizaciju takvih tokova kapitala valjalo ostaviti za svršetak razdoblja.

U *drugom* razdoblju, također prema SAA-u, koje počinje teći nakon T+4 godine (4 godine nakon ratificiranja SAA-a od parlamenata svih zemalja), a nema roka (ali se pretpostavlja da će trajati kratko – do dvije godine), Hrvatska mora osloboditi kratkoročna portfolio ulaganja rezidenata EU u Hrvatsku (dakle, ulaganje, npr., u riznične zapise Ministarstva financija i blagajničke zapise HNB, kako na sekundarnom tako i na primarnom tržištu), kratkoročne ostale investicije (npr. davanje kratkoročnih kredita stranim rezidentima i držanje valute i depozita), te osloboditi ulaganje rezidenata EU u ostalo zemljište (poljoprivredno, šumsko, priobalni pojas). Budući da je držanje valute i depozita omogućeno, najviše će se morati učiniti na području kratkoročnih vrijednosnica i davanja kratkoročnih kredita, i ulaganja u proizvodno zemljište. Kada se to omogući, vjerojatno će također doći do priljeva po osnovi ulaganja stranaca u proizvodne nekretnine, i vrijednosnice i zadužnice hrvatskih nerezidenata, jer su realne kamate u Hrvatskoj kudikamo više od važećih kamata u zapadnim zemljama.

Nakon tih liberalizacija ostat će ograničenja na kapitalne transakcije rezidenata u inozemstvo, koja bi se morala ukinuti do formalnog ulaska Hrvatske u EU. Prije svega se to odnosi na ograničenja fizičkih osoba (koje ne mogu slobodno ulagati u dionice i ostale vrijednosne papire u inozemstvu, u nekretnine, ne mogu držati

račune u inozemstvu, ni davati dugoročne ni kratkoročne kredite nerezidentima) te pravnih osoba (koje ne mogu držati račune u inozemstvu, ne mogu ulagati u vrijednosne papire u inozemstvu – osim ovlaštenih pravnih osoba – banaka i investicijskih društava, ni davati dugoročne i kratkoročne kredite u inozemstvo).

Omogućivanje slobode strancima na ulaganja u Hrvatsku (bilo direktna, portfolio ili ostala ulaganja), vjerojatno će dovesti do priljeva kapitala zbog relativno viših kamatnjaka u Hrvatskoj nego u svijetu. Pri promjeni zakona potrebno je dobro razmisliti o izjednačivanju statusa domaćih fizičkih i domaćih pravnih osoba i njihovih prava u vezi s Deviznim zakonom, jer će se to morati učiniti do ulaska Hrvatske u EU. Potpuno ukidanje ograničenja na direktna, portfolio i ostala ulaganja domaćim rezidentima (osobito fizičkim osobama) dovelo bi do odljeva kapitala. Ako se dozvoli to dvoje zajedno, efekti će kudikamo biti uravnoteženiji povećanjem ukupnih tokova kapitala, nego samo jednu stranu.

Prema iskustvima raznih zemalja vidljivo je da liberalizacija u situaciji velike fiskalne neravnoteže i neravnoteže u bilanci plaćanja i uz relativno slab finansijski sustav može dovesti do poremećaja u finansijskom sustavu, uzrokujući bankarske, valutne i ostale krize (Češka). Naime, elastičnost kretanja kapitala udvostručuje se, pa prvo dolazi do velikog priljeva (zbog toga što su kamatnjaci zemalja koje se liberaliziraju redovito više od svjetskih), a kada investitori ponovno razmotre svoja ulaganja i uoče povećanje priljeva u zemlju i poteškoće u fiskalnoj sferi i u bilanci plaćanja mogu vrlo brzo povući svoja ulaganja i time de facto ostvariti krizu. Također, zemlje koje ojačaju svoje finansijske sustave neposredno prije liberalizacije (Čile) imaju najviše koristi od liberalizacije kapitalnih transakcija.

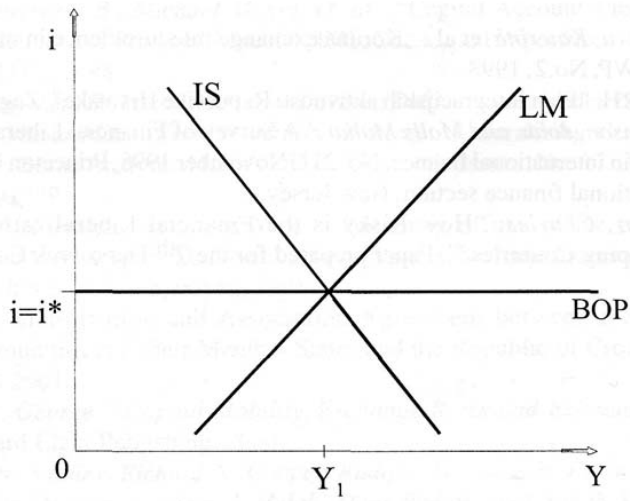
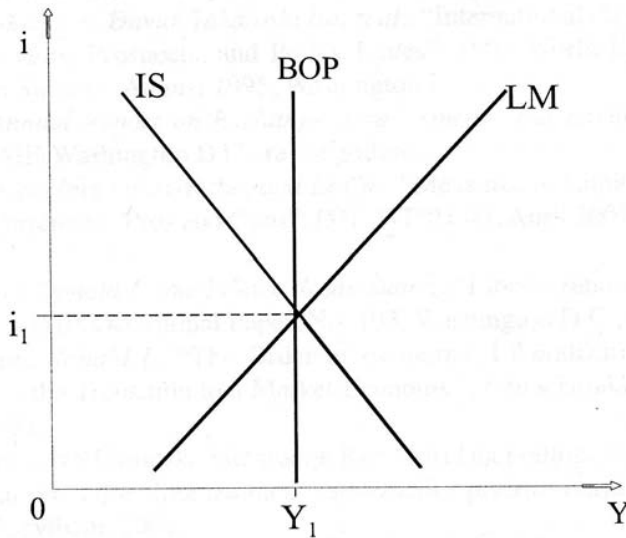
Zemlje koje liberaliziraju tokove kapitala, po liberalizaciji imaju veće devizne priljeve po osnovi prodaje domaćih vrijednosnih papira strancima (portfolio investicije u pasivu), te manje kupovanje stranih vrijednosnih papira, dok kod ostalih investicija to znači povećanje zaduživanja u inozemstvu i povećanje danih kredita u inozemstvo (i aktiva i pasiva) koji se smiruju druge godine po završetku liberalizacije.

LITERATURA:

1. Aziz, Jahangir, Francesco Caramazza, and Ranil Salgado: "Currency Crises: in Search of Common Elements", World Economic Outlook Supporting Studies, IMF, Washington, 2000, pp. 86-128.
2. Babić, A. "Pouke Mundell-Flemingovog modela", Ekonomski pregled, 51(10), 1999., str. 1150-1192.
3. Babić, A. i A. Žigman: "Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-tih", Pregledi HNB, P-3, 2000.

4. *Babić, M. i A. Babić*: "Međunarodna ekonomija", 5. izd., MATE d.o.o., Zagreb, 2000.
5. Czech National Bank, *Banking supervision in the Czech Republic*, 1996, 1997, 1998.
6. Devizni zakon, Službeni list Republike Slovenije, No. 23/1999.
7. *Eichengreen, B., Michael Mussa, et. al.*: "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects", IMF, Occasional Paper No. 172., Washington D.C., 1998
8. *Eichengreen, B., Michael Mussa, Giovanni Dell'Alriccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, Andrew Tweedie*: "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues", IMF, Economic Issues, No. 17., Washington D.C., 1999.
9. EIZ: "Liberalizacija finansijskog i kapitalnog računa platne bilance", ur. Andrea Mervar (projekt: Istraživačke podloge za vođenje monetarne politike – Studija B), Zagreb, travanj 1998.
10. EU: "Stabilization and Association Agreement between the European Communities and their Member States and the Republic of Croatia", Draft, 03.05.2001.
11. *Fane, George*: "Capital Mobility, Exchange Rates and Economic Crises", Edward Elgar Publishing, 2000.
12. *Fisher, Stanley, Richard N. Cooper, Rudiger Dornbusch, Peter M. Garber, Carlos Massad, Jacques J. Polak, Dani Rodrik, and Savak S. Tarapore*: "Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?", Essays In International Finance, No. 207, May 1998, Princeton University, International finance section, New Jersey.
13. *Folkerts-Landau, David, Takatoshi Ito, et al.*: "International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues", IMF, World Economic and Financial Surveys, August 1995, Washington D.C.
14. IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", IMF, Washington D.C., razne godine.
15. *Ishii, Shogo, Inci Otker-Robe, and Li Cui*: "Measures to Limit the Offshore Use of Currencies: Pros and Cons", IMF, WP/01/43, April 2001, Washington D.C.
16. *Mathieson, Donald J., and Liliana Rojas-Suarez*: "Liberalization of the Capital Account", IMF, Occasional Paper, No. 103, Washington D.C., 1993.
17. *McKinnon, Ronald I.*: "The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy", Johns Hopkins University Press, 1991.
18. Ministarstvo za Europske integracije RH: "Stručna podloga za izradu Plana aktivnosti provedbe Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju s Europskom Unijom", svibanj, 2001.

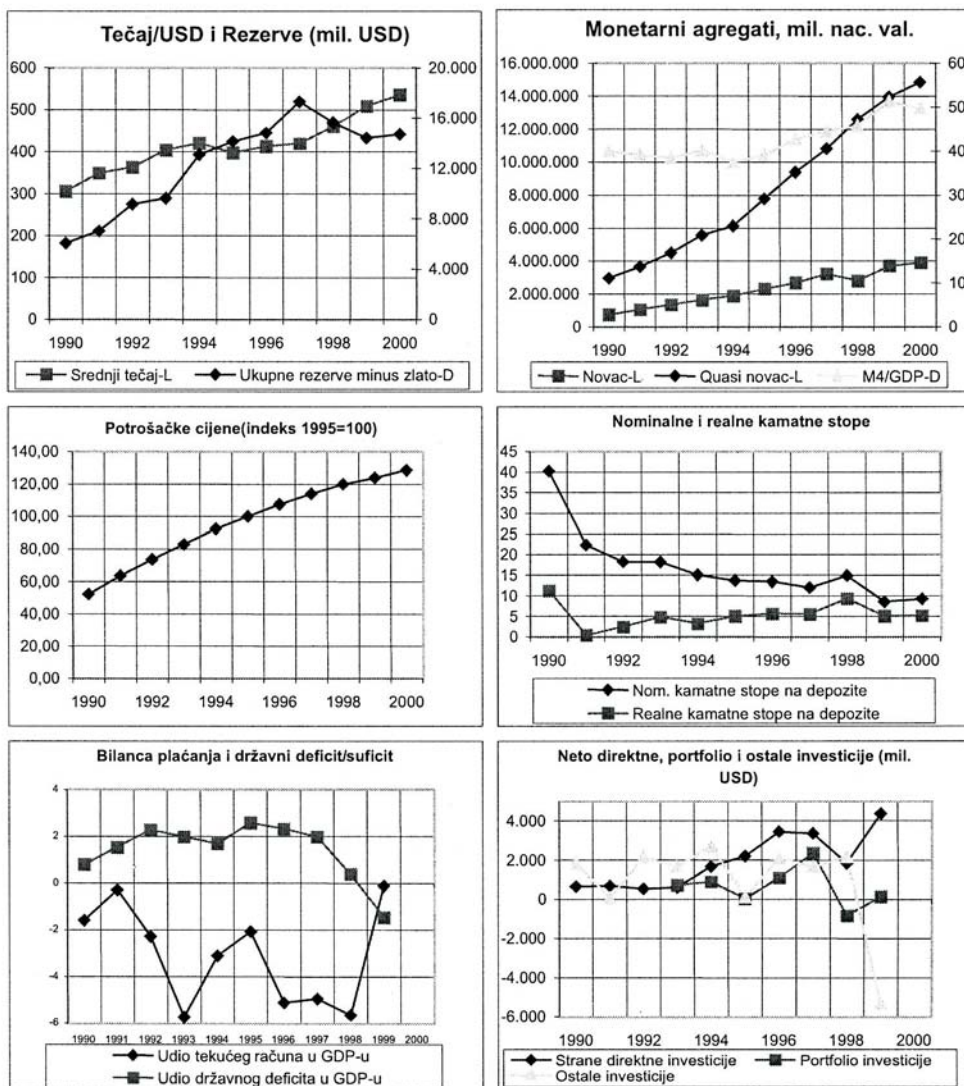
19. *Quirk, Peter J., O. Evans, et al.*: “Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF policies”, IMF, Occasional Paper No. 131, Washington D.C., 1995.
20. *Razin, Assaf and Gian-Maria Milesi-Ferretti*: “Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis”, NBER WP, No. 6310, December, 1997.
21. *Šmidkova, Katerina, et al.*: “Koruna exchange rate turbulence in may 1997”, CNB, WP, No.2, 1998.
22. Vlada RH: “Plan Integracijskih aktivnosti Republike Hrvatske”, Zagreb, 1999.
23. *Williamson, John, and Molly Mahar*, “A Survey of Financial Liberalization”, Essays in international finance, No. 211, November 1998, Princeton University, International finance section, New Jersey.
24. *Wyplosz, Charles*: “How Risky is the Financial Liberalization in the Developing Countries?”, Paper prepared for the 7th Dubrovnik Conference, 2001.

Dodatak 1.**MUNDELL-FLEMINGOV MODEL**Slika 1. *Mundell-Flemingov model uz potpunu mobilnost kapitala*Slika 2. *Mundell-Flemingov model uz potpunu nemobilnost kapitala*

Dodatak 2.

**PREGLED MAKROEKONOMSKIH POKAZATELJA
 ODABRANIH TRŽIŠTA U NASTAJANJU**

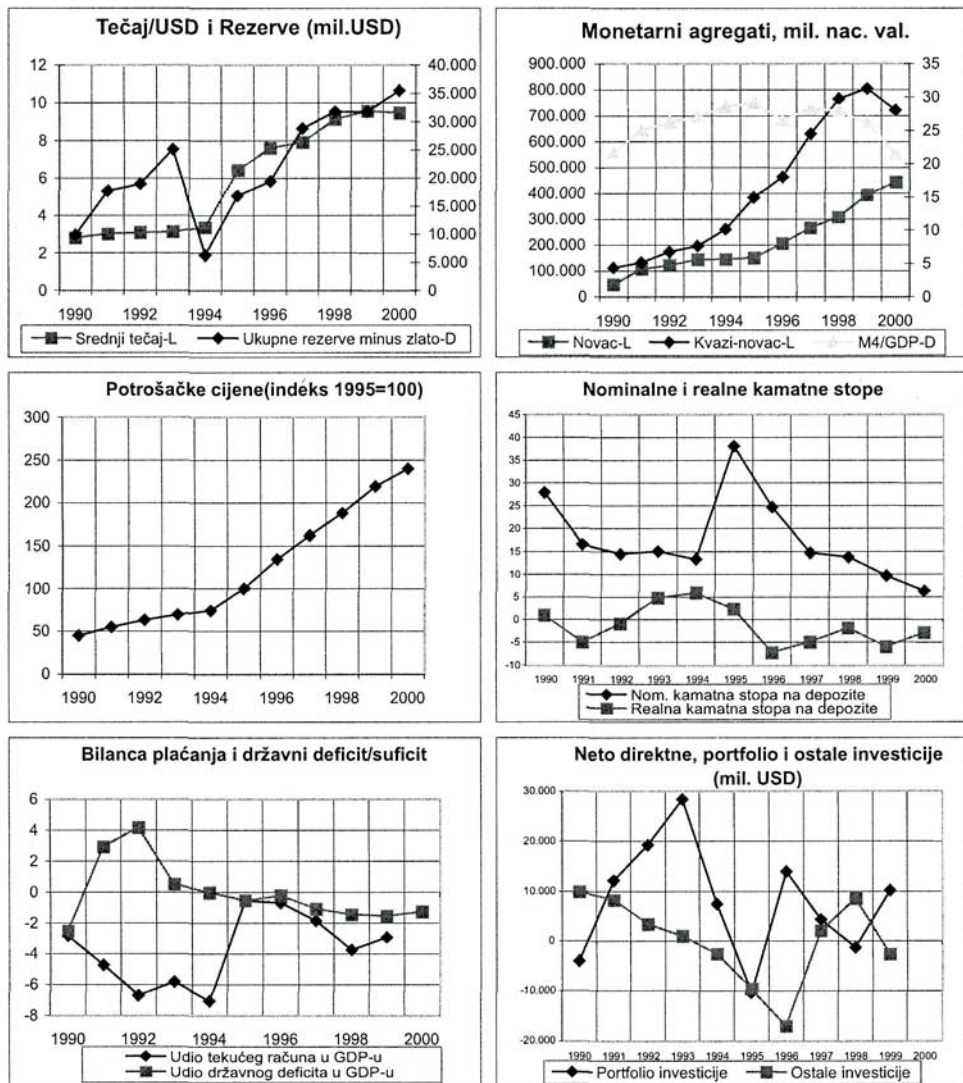
Slika 3. Kretanje odabranih makroekonomskih pokazatelja u Čileu



Izvor: IMF IFS baza podataka 2000.

Dodatak 3.

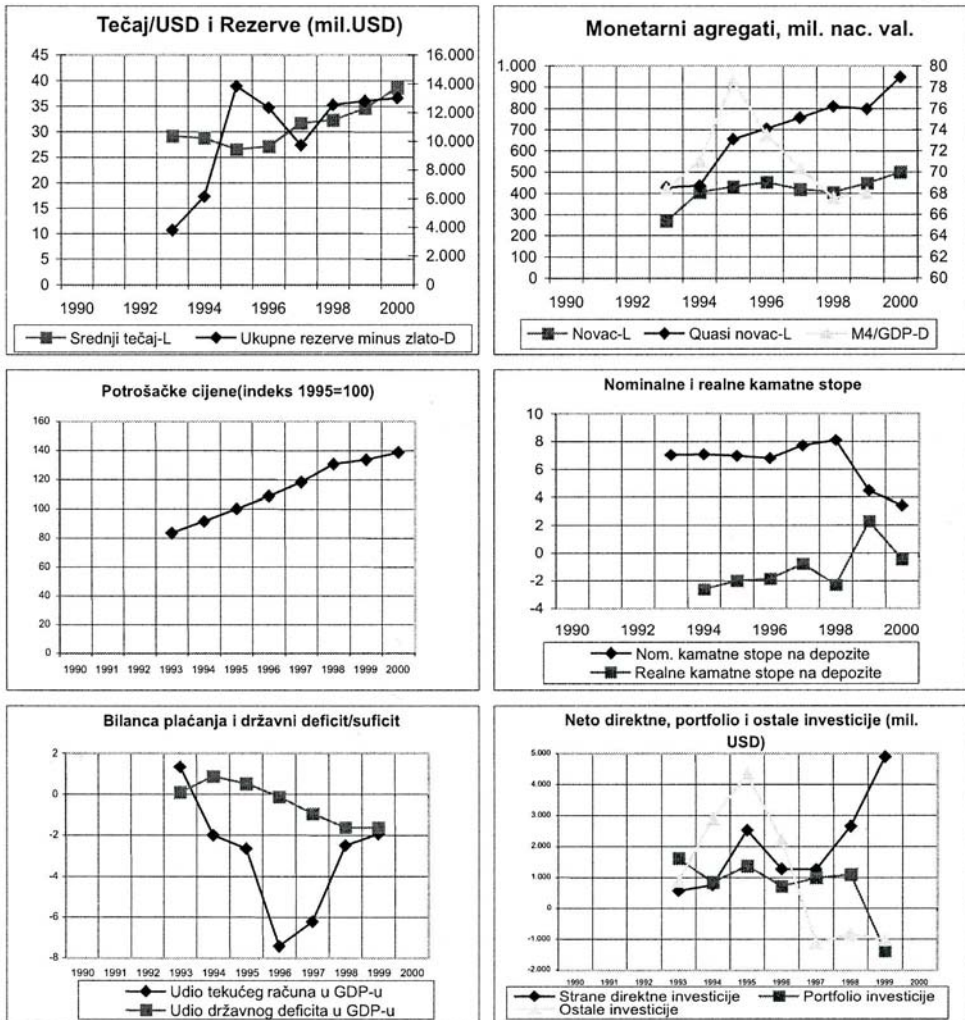
Slika 4. Kretanje odabranih makroekonomskih pokazatelja u Meksiku



Izvor: IMF IFS baza podataka 2000.

Dodatak 2.

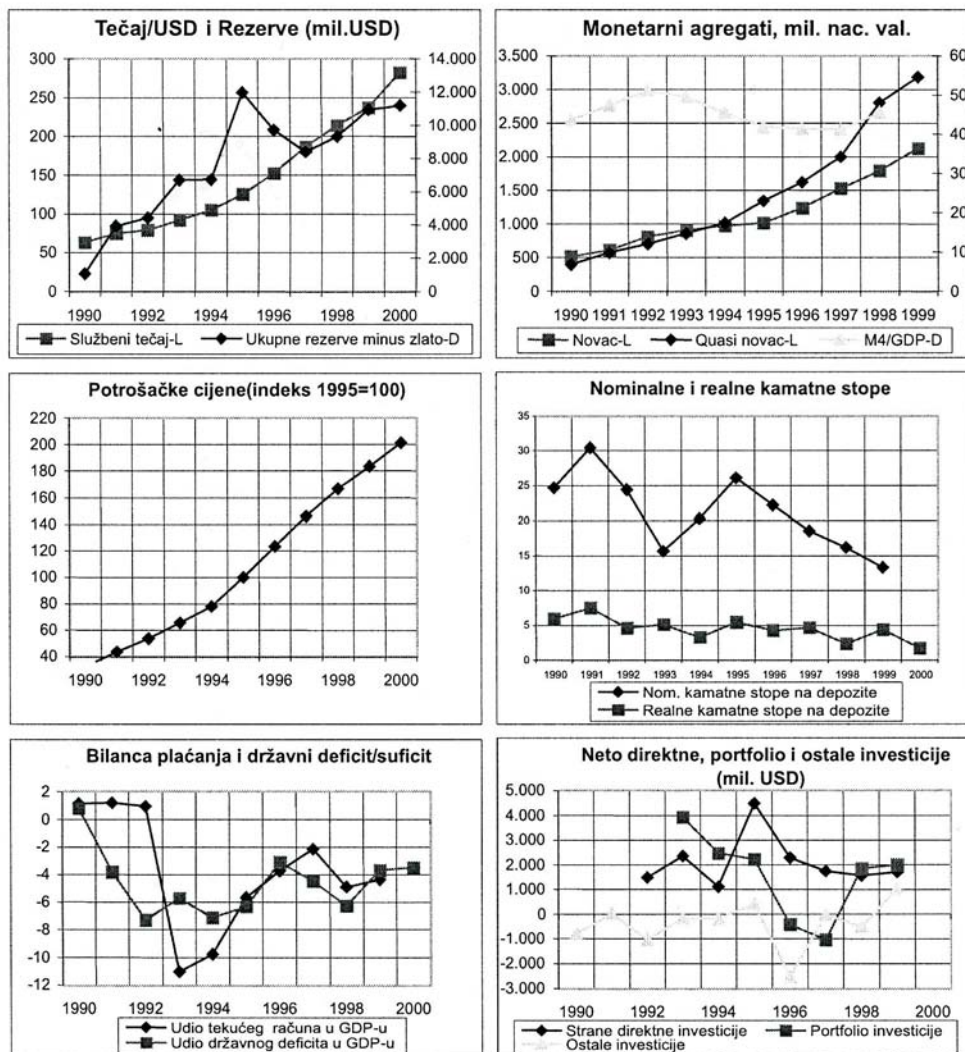
Slika 5. Kretanje odabranih makroekonomskih pokazatelja u Češkoj



Izvor: IMF IFS baza podataka 2000.

Dodatak 2.

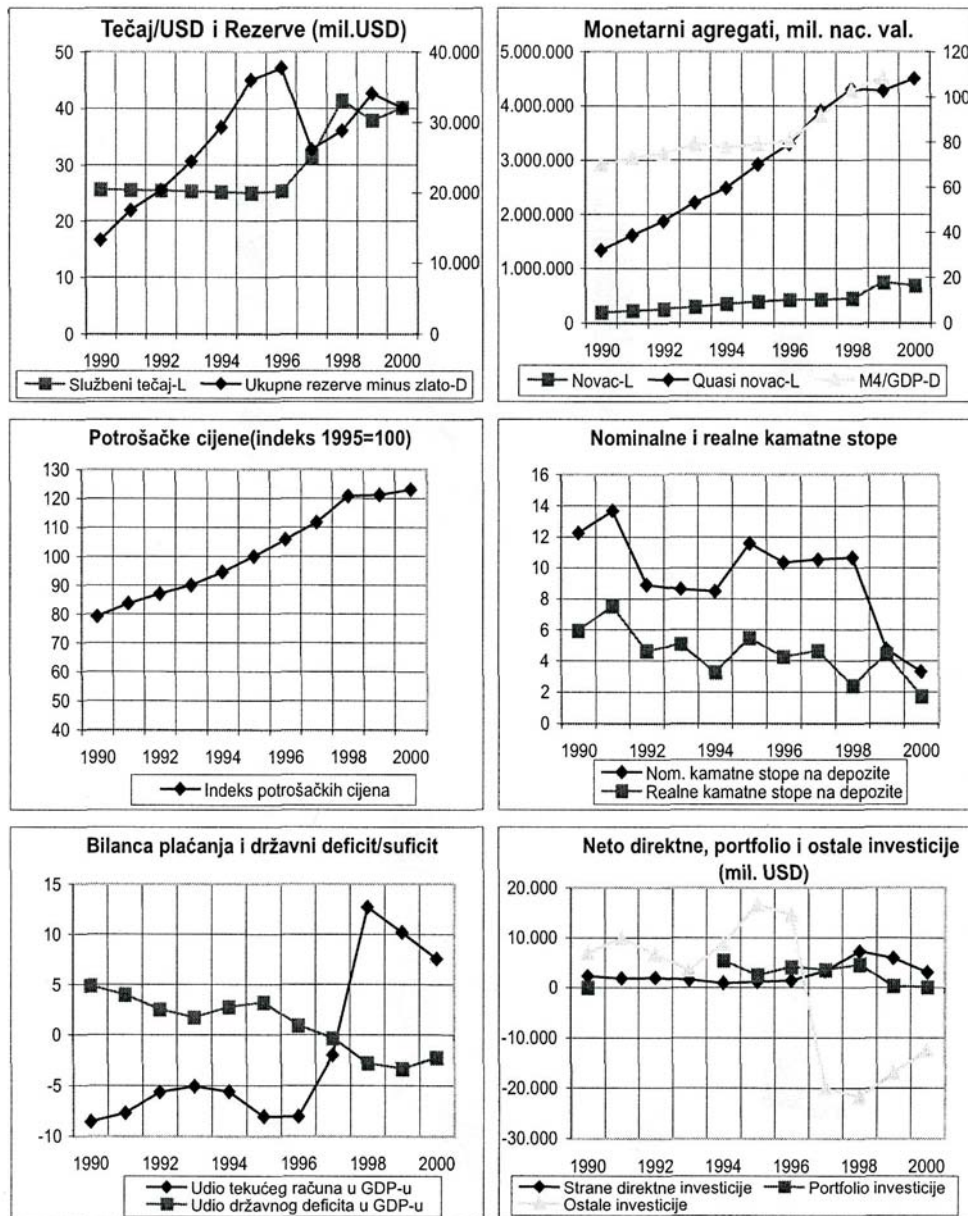
Slika 6. Kretanje odabranih makroekonomskih pokazatelja u Mađarskoj



Izvor: IMF IFS baza podataka 2000.

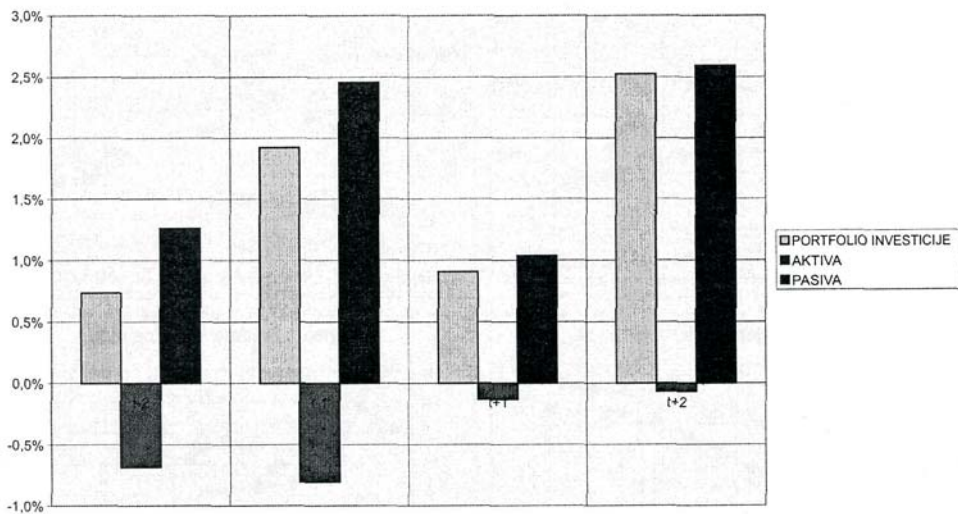
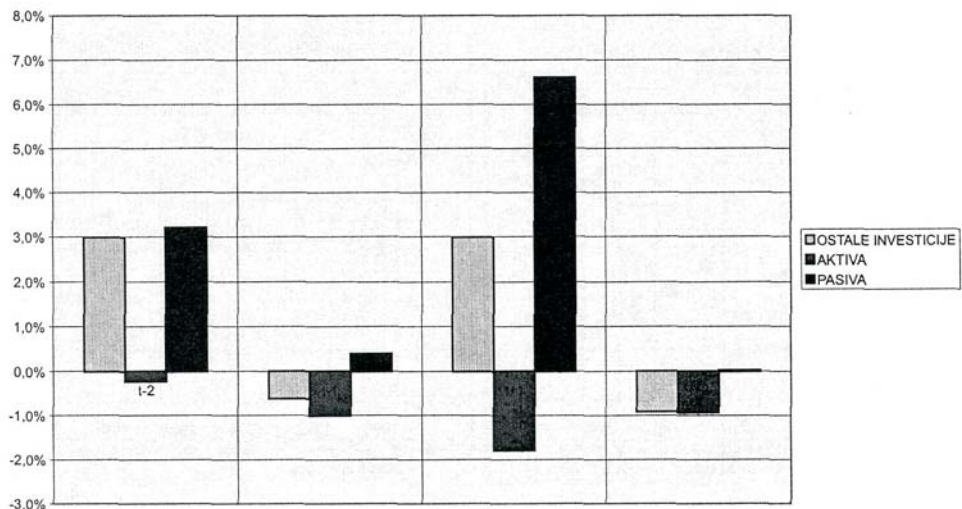
Dodatak 3.

Slika 7. Kretanje odabranih makroekonomskih pokazatelja u Tajlandu



Izvor: IMF IFS baza podataka 2000.

Dodatak 4.

PREGLED UTJECAJA LIBERALIZACIJE NA POJEDINE STAVKE
KAPITALNOG I FINANCIJSKOG RAČUNASlika 1. *Portfolio onvesticije, neto, aktiva i pasiva*Slika 2. *Ostale investicije - neto, aktiva i pasiva*

LIBERALIZATION OF CAPITAL AND FINANCIAL TRANSACTIONS IN CROATIA

Summary

In this paper the Croatian obligations to liberalize capital and financial transactions stemming from Stabilization and Accession Agreement (SAA) with European Union are analyzed. The mobility of the capital in Europe is analyzed in turn, as well as various EU directives that mark the end goal of the process of the liberalization of capital transactions started in Croatia. After that the paper surveys the foreign exchange regulations in Croatia, as well as their implications on capital mobility. Furthermore, the capital and financial account liberalization is analyzed both theoretically and on case studies of developed and developing countries. In the last part of this paper the effects of the liberalization in Croatia, as well as its implications on the conduct of economic policy and development are analyzed.