

FINANCIJSKA INTEGRACIJA I FINANCIJSKA KRIZA: HRVATSKA NA PUTU PREMA EKONOMSKOJ I MONETARNOJ UNIJI

dr. sc. Dražen DERADO*
Ekonomski fakultet, Split

Prethodno priopćenje**
UDK 336.7
JEL: F36, F32, F21

Sažetak

Ekonomska tranzicija u Istočnoj Europi znatno je povećala izgleda za gospodarski rast i otvorila nove razvojne mogućnosti u cijeloj Europi. Ohrabren time, EU je krenuo u proces potpunijeg integriranja, čija su se osnovna obilježja – ekonomska liberalizacija i monetarna integracija – podudarila s globalnim tendencijama rastućih trgovinskih tijekova i prekograničnog kretanja kapitala. Kao zemlja koja zaostaje u procesu ekonomskog integriranja, Hrvatska se nalazi u vrlo teškoj poziciji – osim rastućega trgovinskog deficita, ona se suočava s visokim vanjskim dugom i izrazitom ovisnošću o eksternim izvorima financiranja. Polazeći od teorijskih i empirijskih spoznaja o uvjetima monetarnog integriranja, te uzimajući u obzir ostvarenu razinu međunarodne financijske integriranosti i eksterne ranjivosti zemlje, cilj je rada utvrditi ispunjava li Hrvatska kriterije za uspješno monetarno integriranje.

Ključne riječi: optimalni valutni prostor; financijsko integriranje, vanjska ravnoteža, EMU, Srednja i Istočna Europa

Uvod

Uznapredovalo ekonomsko integriranje u Europi pojačalo je zanimanje javnosti za uvjete uspješnoga monetarnog integriranja ne samo među potencijalnim članicama ekonomske i monetarne unije (EMU), već i šire. Ipak, za razliku od brojnih regionalnih trgo-

* Autor zahvaljuje recenzentima na korisnim komentarima i prijedlozima, kao i sudionicima sesije *Various Aspects and Implications of the Global Crisis*, konferencije *Eighth International Conference "Challenges of Europe"* (2009), a posebno Giuseppeu Canullu za zanimljive komentare vezane za rad. Eventualne pogreške isključiva su odgovornost autora. Autor također zahvaljuje na financijskoj potpori hrvatskog Ministarstva znanosti, obrazovanja i sporta (projekt: 055-0551207-0776).

** Primljeno (*Received*): 7.7.2009.

Prihvaćeno (*Accepted*): 22.9.2009.

vinskih sporazuma, te osim EMU, trenutačno postoje samo četiri monetarne ili valutne unije u svijetu.¹ Za razliku od trgovinskih sporazuma, koji putem učinka konkurentnosti i strukturnih prilagodbi neposredno utječu na ekonomske subjekte, monetarno integriranje ima neposredne učinke na vlade zemalja zbog specifičnih odnosa troškova i koristi koji proizlaze iz najčešće nepovoljnih ekonomskih i političkih aspekata gubitka monetarnog suvereniteta (Cooper, 2007). Ipak, s ekonomskog stajališta, neto učinci monetarnog integriranja mogu se svesti pod mikroekonomske i makroekonomske koristi te na troškove povezane sa sužavanjem djelokruga makroekonomskog *managementa* i nadležnosti ekonomske politike.

Neposredni učinak uvođenja zajedničke valute jest snižavanje transakcijskih troškova jer u transparentnom sustavu cijena postaje jedini valjani pokazatelj međunarodne konkurentnosti, dok rastući trgovinski tijekovi među zemljama članicama utječu na strukturu domaćeg *outputa* i uzorak specijalizacije. Ipak, osim pozitivnih makroekonomskih učinaka rastuće proizvodne efikasnosti na konkurentnost, ekonomsko restrukturiranje može dovesti do uže specijalizacije s mogućim negativnim učincima u dugom roku; sužavanje proizvodne diversifikacije može povećati negativne učinke asimetričnih šokova na lokalno gospodarstvo. Zajednička valuta u kratkom roku može spriječiti valutni rizik, dok strogo centralizirana monetarna politika i politika deviznog tečaja postaju učinkovitije u ograničavanju fluktuacija deviznog tečaja i kontroli (niskih) kamatnih stopa. Dublja integracija financijskih tržišta, potaknuta zajedničkom valutom, dodatno pridonosi stabilnim uvjetima poslovanja. Integriranje tržišta kapitala omogućuje efikasniju alokaciju resursa i dinamičan ekonomski rast putem otvaranja sve većih mogućnosti ulaganja te povećanjem proizvodnje i zaposlenosti. Jedna od najvažnijih koristi monetarnog integriranja jest i nadnacionalni karakter središnje banke, što dodatno jamči njezin kredibilitet i neovisnost u ostvarivanju makroekonomske stabilnosti i, ništa manje važno, u izgradnji stabilne međunarodne pozicije nove (zajedničke) valute.

Nasuprot tome, negativni učinci monetarnog integriranja pojavljuju se uglavnom na makroekonomskom području jer vlada gubi formalnu nadležnost nad monetarnom politikom i politikom deviznog tečaja i suočava se s troškovima sektorskih i institucionalnih prilagodbi koji iz toga proizlaze. Ipak, najveći je rizik povezan s reakcijom konkretnoga gospodarstva na eksterne asimetrične šokove, što nije povezano samo s pitanjem ostvarene razine ekonomske konvergencije među zemljama članicama, već i s "odgovorom" zajedničke ekonomske politike na poremećaje koji dolaze izvan sustava. Posljedica restriktivne monetarne politike, motivirane željom za izgradnjom povjerenja u novu valutu, u zemljama pogođenim recesijom može biti rastuća nezaposlenost i ekonomska stagnacija. U tom smislu, aktualna su financijska kriza i globalni ekonomski pad dokaz ozbiljnih posljedica financijske globalizacije i još uvijek otvorenog pitanja o očekivanim učincima daljnjega ekonomskog (i monetarnog) povezivanja, kako na globalnome, tako i na regionalnom području.² Činjenica da je financijska kriza potekla iz zemalja s reguliranim fi-

¹ Ekonomska i monetarna zajednica Središnje Afrike (CEMAC), Zapadnoafrička ekonomska i monetarna unija (WAEMU), CPF – zona franka zemalja Pacifika i Istočnokaripska zona dolara; istodobno, registrirana su 184 regionalna trgovinska sporazuma (WTO, 2009).

² Međunarodni monetarni fond upozorava da bi se potencijalni gubici zbog financijske krize mogli povećati na 1.000 mlrd. USD, dok Međunarodna organizacija rada govori o više od 50 ml. izgubljenih radnih mjesta kao o posljedici globalne ekonomske krize.

nancijskim tržištima i brzo se proširila preko najrazvijenijih industrijskih zemalja svijeta dodatno podgrijava prethodnu dilemu (Fukayama, 2008).

Na temelju teorijskih spoznaja i empirijskih dokaza o monetarnom integriranju, posebno onih koji se odnose na tržište proizvodnih faktora, te uzimajući u obzir strateški cilj Hrvatske o pridruživanju EU, cilj je rada utvrditi ispunjava li Hrvatska preduvjete za uspješno monetarno integriranje. S tim u vezi, u radu će se posebna pozornost pridati ostvarenom stupnju međunarodne financijske integriranosti i eksterne ranjivosti. Prvi dio rada bavi se realnim i nominalnim kriterijima uspješnoga monetarnog integriranja, utemeljenoga na spoznajama teorije optimalnih valutnih prostora i iskustvu EU. Uz ostale preduvjete za stvaranje održive monetarne unije, poseban je naglasak stavljen na integriranje faktorskih tržišta i formalne kriterije pristupanja EMU. U drugom dijelu rada istražuje se postojanost makroekonomskoga i eksternog položaja Hrvatske, te se uključuju i tzv. kriteriji iz Maastrichta, kao i pokazatelji međunarodne likvidnosti (vanjski dug, međunarodne pričuve) i solventnosti (tekući račun, devizni tečaj). Cilj je toga dijela rada utvrditi potencijalne izvore osjetljivosti na vanjske šokove. Treći dio rada sadržava analizu obilježja međunarodne financijske integriranosti odabranih tranzicijskih zemalja i otkriva njezine najvažnije determinante kao moguće kanale prijenosa negativnih učinaka prelijevanja krize. Posljednji dio donosi zaključna razmatranja.

1. Preduvjete za uspješno monetarno integriranje

1.1. Teorija optimalnih valutnih područja

Prema teoriji optimalnih valutnih područja, najveći problem u upravljanju monetarnom unijom jesu razlike u stupnju razvijenosti među zemljama koje tvore novi monetarni sustav. Uz pretpostavku postojanja razvojnog jaza unutar same unije i s obzirom na ekonomsko-političku dilemu koja proizlazi iz međuodnosa inflacije i nezaposlenosti, zajednička monetarna politika neće imati jednake učinke u svim dijelovima unije. Razvijeniiji dijelovi monetarne unije trebat će, *ceteris paribus*, restriktivniju monetarnu politiku usmjerenu na ublažavanje eventualnih negativnih posljedica gospodarskog rasta na stabilnost cijena, što manje razvijene dijelove unije može izložiti gospodarskoj stagnaciji i padu zaposlenosti. Radi smanjivanja negativnoga razvojnog jaza, bila bi poželjna manje restriktivna monetarna politika kao poticaj gospodarskom rastu. S obzirom na dugoročni ekonomsko-politički prioritet ostvarivanja gospodarskog rasta u usporedbi s makroekonomskom stabilnosti, može se reći da ukupni rast unutar monetarne unije ovisi o spremnosti njezinih razvijenijih dijelova da prihvate određeni stupanj cjenovne nestabilnosti (Mundell, 1961; McKinnon, 1963).

Prema teoriji optimalnih valutnih područja, tri su osnovna kriterija za uspješno monetarno integriranje – mobilnost proizvodnih faktora i integriranje faktorskih tržišta, trgovinsko integriranje i anticiklička fiskalna politika. Mobilnost rada i kapitala te otvorenost faktorskih tržišta omogućuju automatske prilagodbe cijena proizvodnih faktora stanju na tržištu, s krajnjim pozitivnim učincima na postizanje unutarnje i vanjske ravnoteže. U uvjetima krize potražnje očekuje se kretanje kapitala u zemlje koje se suočavaju s vanjskim deficitom kako bi se ostvario oporavak domaće potražnje i postizanje vanjske

ravnoteže, bez potrebe za intervencijama putem tečajne politike. U krizi ponude koja pogađa jednu zemlju, a očituje se padom gospodarskih aktivnosti, isti se učinak može ostvariti fleksibilnim nadnicama i kretanjem radne snage iz zemalja s visokom u zemlje s niskom nezaposlenošću (Temprano-Arroyo, 2003). Da bi se ostvarila učinkovita prilagodba i izbjegle znatnije promjene deviznog tečaja, potrebno je stvoriti odgovarajuće institucionalne uvjete koji omogućuju fleksibilnost faktorskih tržišta i povećanje mobilnosti proizvodnih faktora.

Unatoč nekim preprekama u ostvarivanju pune mobilnosti rada (npr. razlike u kulturi, socijalnim sustavima i sl.), fleksibilno se tržište rada može ostvariti liberalizacijom tržišta rada, odnosno smanjenjem njegove zaštite, kao i povećanjem fleksibilnosti nadnica. Na taj će način fleksibilno tržište rada putem fleksibilnih nadnica učinkovito ukloniti strukturne neravnoteže i djelovati protiv asimetričnih učinaka eksternih šokova u monetarnoj uniji. Kad je riječ o kapitalu, otvorenost financijskih tržišta eliminirala bi prepreke za prekogranično kretanje kapitala te time otklonila uzroke smanjene učinkovitosti financijskog posredovanja i zajedničke monetarne politike. Stoga bi bilo potrebno ukloniti tržišne prepreke (npr. razlike u formalnim procedurama obavljanja transakcija) i ekonomsko-političke prepreke (razlike u regulativi financijskih tržišta), te regulativu financijskih tržišta osnažiti radi zaštite monetarne integracije od financijske krize (Hochreiter i sur., 2002).

Stupanj trgovinske integriranosti opisuje doprinos realnog sektora ostvarivanju pripremljenosti za monetarno integriranje.³ Općenito vrijedi da su otvorenije ekonomije bolje pripremljene za pristupanje monetarnoj uniji, i to zbog više razloga. Jedan od njih je to što se otvorene ekonomije manje oslanjaju na prilagodbe deviznog tečaja jer promjene nominalnog tečaja ne utječu znatnije na njihovu konkurentnost. Stoga su se otvorene ekonomije spremnije odreći kontrole nad deviznim tečajem u korist nadnacionalnih tijela monetarne unije. Usto, zemlje koje ostvaruju visok stupanj trgovinske integriranosti prije ulaska u monetarnu uniju mogu imati veće koristi od mikroekonomskih prednosti i povoljnijega poslovnog okruženja nakon integriranja u uniju (Alesina i Barro, 2002). Konačno, prednosti trgovinske integriranosti mogu biti još veće ako zemlje ostvaruju veću međusobnu komplementarnost strukture proizvodnje i trgovine kao rezultat sličnosti na razini dohotka i preferencija potrošača (intraindustrijska specijalizacija) (Fidrmuc, 2004; Temprano-Arroyo, 2003).

Osnovna ideja na kojoj se temelji poželjna fiskalna politika u monetarnoj uniji proizlazi iz načela solidarnosti među zemljama članicama i fiskalnih transfera među njima (Feldstein, 2009; Rockoff, 2000). Pri eksternim asimetričnim šokovima, pad *outputa* jedne zemlje trebalo bi kompenzirati snižavanjem poreznog opterećenja i rastućim priljevom fiskalnih prihoda u tu zemlju iz ostalih zemalja članica monetarne unije. Budući da takav oblik fiskalnog federalizma do danas nije postignut, pitanje je koja bi kombinacija mjera ekonomske politike i koordinacije fiskalne politike među zemljama bila učinkovita. Uz brojne argumente svakako bi trebalo naglasiti da bi, bez obzira na odabrana fiskalna pravila, fiskalna politika trebala biti dovoljno fleksibilna da prati ciklička kretanja u gospodarstvu i kompenzira učinke monetarne ekspanzije u vrijeme ekonomskog pada, odnosno

³ Za empirijske analize vidjeti Arnold i Verhoef, 2004; Boreiko, 2003; Rose i Engel, 2002; Corsetti i Penseti, 2002.

monetarne restrikcije u idućoj fazi ciklusa. Fiskalna politika kojoj nedostaje sposobnost prilagođavanja aktualnom stanju gospodarstva pokazuje se neučinkovitom u dugom roku (Hochreiter i sur., 2002).

1.2. Nominalni kriteriji za monetarno integriranje – primjer ekonomske i monetarne unije

Monetarno integriranju u EU⁴ zahtijeva ispunjenje formalnih kriterija prije samog ulaska u EMU, kao i odredbi Pakta o stabilnosti i rastu, koje su primarno usmjerene na očuvanje makroekonomske stabilnosti nakon ulaska u monetarnu uniju. Unatoč kritikama o teorijskoj neutemeljenosti tih kriterija i nedostatku mehanizma prilagodbe (De Grauwe, 1996; Feldstein, 2005), te kriterije prije svega treba shvatiti kao poticaj monetarnom ujedinjavanju koje, kad je riječ o EU, nije spontan, već politički determiniran proces.

Prema kriterijima iz Maastrichta, uvjeti makroekonomske konvergencije jesu:

- stopa inflacije ne smije prelaziti prosjek triju zemalja članica EU s najnižom inflacijom za više od 1,5 p.p.;
- deficit konsolidirane opće države ne smije prelaziti 3% BDP-a, dok javni dug ne smije prelaziti 60% BDP-a, na kraju prethodne fiskalne godine;
- zemlje trebaju sudjelovati u *mehanizmu deviznog tečaja II* u sklopu Europskoga monetarnog sustava, bez devalvacija domaće valute tijekom dvije uzastopne godine prije ulaska u EMU;
- nominalne dugoročne kamatne stope (na vladine obveznice) ne smiju prelaziti 2 p.p. prosjeka triju zemalja članica EU s najnižom razinom inflacije.

Navedeni su kriteriji primarno usmjereni na ostvarivanje stabilnosti cijena i kontrole nad fiskalnim sektorom (uravnotežene javne financije). To je snažno naglašeno u Paktu o stabilnosti i rastu, koji obavezuje članice EMU na ostvarivanje srednjoročne i dugoročne fiskalne stabilnosti i izbjegavanje negativnog utjecaja razlika koje proizlaze iz različitih nacionalnih fiskalnih politika na stabilnost cijena. To podrazumijeva sprečavanje previsokih proračunskih deficita zemalja članica eurozone i stvaranje uvjeta za jednostavniju koordinaciju centralizirane monetarne i (decentralizirane) fiskalne politike.

Na samom početku (krajem 1990-ih godina), Pakt o stabilnosti i rastu predviđao je mjere poput fiskalnog nadzora i sankcija protiv zemalja članica koje ne bi bile sposobne ispuniti kriterije. Ako fiskalni uvjeti neke od zemalja ne bi odgovarali pravilima, to je značilo uvođenje niza mjera u rasponu od preporuka za jačanje programa stabilnosti do kazni u obliku beskamatnih pologa ili novčane kazne (0,2% nacionalnog BDP-a, te desetine iznosa za koji je aktualni proračunski deficit premašio 3% BDP-a). Intenzitet poduzetnih mjera ovisio je o visini fiskalne neravnoteže, njezinoj ustrajnosti i intenzitetu ekonomskog pada (Arestis i sur., 2001). Ipak, prema najnovijoj reformi Pakta iz 2005. godine, jači je naglasak stavljen na održivost duga u srednjem i dugom roku. Ta je reforma u osnovi ublažila prethodno opisane odredbe time što je dopustila izuzeće od kriterija deficita (-3% BDP-a) u slučaju negativnog rasta (ne više pada *outputa* od najmanje 2%); ona ta-

⁴ Ostvareno u tri faze: puna liberalizacija tijekova kapitala, osnivanje institucija (Europskoga monetarnog instituta, Europske središnje banke i uvođenje eura 2002. godine.

kođer proširuje razdoblje u kojemu prekomjerni deficit treba biti otklonjen na pet godina, bez spominjanja bilo kakvih sankcija. Reforma također predviđa diferencirani tretman zemalja članica s obzirom na održivost dugoročnoga javnog duga i proširuje definiciju izuzetaka u kojima ostvareni fiskalni rashodi neće biti ukalkulirani u deficit (strukturne reforme usmjerene na rast produktivnosti i zapošljavanje, europski integracijski programi i pomoć inozemstvu) (Eichengreen, 2005).

Iako neke analize pokazuju da su EMU, a posredno i nominalni kriteriji iz Sporazuma iz Maastrichta, te Pakt o stabilnosti i rastu bili uspješni u ostvarivanju makroekonomske stabilnosti te u konvergenciji makroekonomskih indikatora i harmonizaciji dinamike rasta (Issing, 2005; Grubel, 2005; Gouveia i Correia, 2008), neki drugi autori, pak, tvrde da je stabilnost cijena ostvarena na štetu ekonomskog rasta (De Castro i Soukiazis, 2003).

Mnogo je kritike usmjereno prema teorijskome i ekonomsko-političkom okviru kriterija monetarnog integriranja, posebice Pakta o stabilnosti i rastu. Opća zamjerka odnosi se na prevladavajući monetaristički pristup, prema kojemu se inflacija smatra isključivim monetarnim fenomenom, a stabilnost cijena primarnim ciljem ekonomske politike. Iako je integralni dio svakoga stabilizacijskog programa, stabilnost cijena mogla bi se smatrati "drugorazrednim" prioritetom ekonomske politike, barem u usporedbi s gospodarskim rastom i povećanjem zaposlenosti. Kada bi se tome pitanju pristupilo na opisani način, fiskalna bi politika mogla ostvariti aktivniju ulogu u promoviranju ekonomskog rasta pridonoseći stvaranju novih proizvodnih kapaciteta, dok bi istodobno utjecajem na agregatnu potražnju dala svoj doprinos stabilnim cijenama (Arestis i sur., 2001; De Castro i Soukiazis, 2003). Daljnja kritika Pakta odnosi se na neuravnoteženi *policy mix*, koji obuhvaća centraliziranu monetarnu i decentraliziranu fiskalnu politiku (Feldstein, 2005; Chari i Kehoe, 2004; Cooper i Kempf, 2000), a za sada je ipak neizbježan. Druga, više formalna kritika naglašava prisutnost *free-rider* problema u EMU, tj. situacije u kojoj nacionalne vlade nisu voljne "internalizirati" negativne učinke svoje prekomjerne fiskalne potrošnje na štetu ostalih članica eurozone.⁵

2. Pripremljenost hrvatske za ekonomsku i monetarnu uniju i njezina eksterna pozicija

2.1. Konvergencija Hrvatske prema ekonomskoj i monetarnoj uniji – kriteriji iz Maastrichta

Hrvatska je tijekom 1990-ih godina ostvarila zavidnu stabilnost cijena; taj trend nije doveden u pitanje čak ni 1998, kada su potrošačke cijene porasle za 5,7%, a cijene industrijskih proizvoda za 10,7%. Unatoč tome, Hrvatska zadovoljava prvi kriterij iz Maastrichta samo tijekom razdoblja 2002-2004, pa u idućim godinama inflacija pokazuje znatnije oscilacije premašujući referentnu vrijednost i prosjek EU (tabl. 1). S obzirom na to, Hrvatska značajnije ne odstupa od općeg trenda zemalja srednje i istočne Europe uklju-

⁵ Zbog prekomjernih fiskalnih deficita "dviju velikih" (Francuske i Njemačke), na koje Europska komisija ne može utjecati zbog nedostatka političke moći nužne za učinkovitu primjenu odredbi Pakta o stabilnosti i rastu, Europska središnja banka provodi restriktivnu monetarnu politiku s negativnim posljedicama za ekonomski rast kao najvažniji uvjet u izgradnji održive monetarne unije.

čenih u ovu analizu⁶ koje su 2008. ostvarile godišnji rast cijena u rasponu od 4 do 12%, tj. viši od referentne vrijednosti za ulazak u EMU. Izgledi tih zemalja za 2009. godinu ipak su nešto bolji zbog očekivanog smirivanja cijena na razini prosječne godišnje stope rasta od približno 5% (EBRD, 2008).

Tablica 1. Hrvatska i kriteriji konvergencije, 1997-2008.

	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Prosječna godišnja stopa inflacije ^a (%)												
EU-27	1,7	1,3	1,2	1,9	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,3	3,7
eurozona	1,6	1,1	1,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3
Hrvatska	–	5,7	4,0	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2	2,9	6,0
referentna vrijednost	2,73	2,20	2,03	2,67	3,03	2,17	2,70	2,17	2,53	2,93	2,80	4,07
Saldo konsolidirane opće države (kao postotak BDP-a)												
EU-27	-2,6	-1,9	-1,0	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,4	-1,4	-0,9	–
eurozona	-2,7	-2,2	-1,3	0,1	-1,8	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	–
Hrvatska	–	–	–	–	–	-4,1	-4,5	-4,3	-4,0	-2,4	-1,6	–
referentna vrijednost	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Bruto dug konsolidirane opće države (kao postotak BDP-a)												
EU-27	68,5	66,5	65,9	61,9	61,0	60,3	61,8	62,2	62,7	61,3	58,7	–
eurozona	73,1	72,8	71,5	68,7	68,4	68,2	69,3	69,7	70,3	68,6	66,3	–
Hrvatska	–	–	–	–	–	40,0	40,8	43,2	43,8	41,0	38,1	–
referentna vrijednost	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Devizni tečaj (HRK/EUR)												
prosječni nominalni raspon	6,960	7,138	7,580	7,635	7,469	7,407	7,563	7,495	7,400	7,323	7,338	7,225
fluktuiranja (%)	±1,50	±3,23	±2,50	±1,55	±4,24	±1,85	±1,80	±2,60	±2,55	±1,34	±0,92	±1,70
referentni raspon (%)	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0	±15,0
Kamatne stope na dugoročne vladine obveznice (godišnji prosjek)												
EU-27	–	–	–	–	–	–	–	–	–	4,08	4,57	4,54
eurozona	5,99	4,71	4,66	5,44	5,00	4,91	4,14	4,12	3,42	3,84	4,32	4,30
Hrvatska	–	–	–	–	–	–	6,03	6,15	5,03	4,05	3,88	–
referentna vrijednost	7,88	6,64	6,69	7,32	6,92	6,89	6,23	6,28	5,40	6,04	6,40	6,27

^a Harmonizirani indeks potrošačkih cijena za EU i indeks potrošačkih cijena za Hrvatsku.

Izvor: EUROSTAT, 2009; DZS, 2009; HNB, 2009; Ministarstvo financija, 2008.

U siječnju 2009. cijene industrijskih proizvoda u Hrvatskoj zabilježile su porast od 1,75%, uglavnom zahvaljujući rastu cijena potrošnih i kapitalnih dobara. Za razliku od prethodnih godina, kada su cijene energenata snažno utjecale na opću razinu cijena, u

⁶ Bugarska, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija.

2008. nije bilo tako jer su cijene sirove nafte pale za otprilike dvije trećine u usporedbi s najvišim vrijednostima ostvarenima samo nekoliko godina prije. Ipak, u Hrvatskoj postoji stalni pritisak na rast cijena, što se može objasniti konvergencijom strukture domaćih cijena onoj naprednih zemalja EU. To se prije svega odnosi na rast cijena usluga, među kojima su infrastrukturne usluge⁷ (stanovanje, opskrba vodom i električnom energijom) te zdravstvene i obrazovne usluge, a od 2008. i cijene hrane i bezalkoholnih pića najviše pridonose rastu potrošačkih cijena. Izgledi za postizanje stabilnosti cijena u Hrvatskoj i njihovo približavanje razini EMU mogu se smatrati prilično dobrima. S obzirom na dosegnuti stupanj gospodarskog razvoja, Hrvatska ostvaruje relativno visoku razinu cijena u usporedbi s ostalim tranzicijskim zemljama, a ona je još uvijek ispod prosjeka EU. Zahvaljujući tome, kao i sve većoj sličnosti u strukturi cijena s onom u EU, ne očekuju se znatnije promjene opće razine cijena koje bi bile posljedica pristupanja Hrvatske Uniji (Nestić, 2004). To ipak ne iscrpljuje očekivane učinke prilagodbi u sektoru usluga na rast opće razine cijena jer se prilagodbe u strukturi cijena još uvijek očekuju na području usluga: obrazovanja, kulture, rekreacije i stanovanja.⁸

Stanje javnih financija u Hrvatskoj uvelike je poboljšano, pa je nakon kontinuiranog pada tijekom promatranog razdoblja deficit konsolidirane opće države 2006. i 2007. godine dosegnuo zahtijevanu razinu prema kriterijima iz Maastrichta (tabl. 1). To je posljedica usklađenog rasta javnih prihoda i rashoda tijekom posljednje dvije godine za koje postoje dostupni podaci – u 2007. javni su prihodi porasli za 12,8% (2006: 8,9%), dok su javni rashodi porasli za 10,3% (2006: 7,2%). Slijedom tih događaja, prihodi opće države porasli su s 44,6% (2005) na 46,1% (2007) BDP-a, dok je ista kategorija rashoda zadržala nepromijenjenu razinu od 43% BDP-a. Sličan pozitivni trend zamjetan je i za javni dug Hrvatske, pa se saldo konsolidirane opće države tijekom 2006. i 2007. godine znatno smanjio (tabl. 1). Ukupni dug konsolidirane opće države pao je ispod 40% BDP-a, pa zadovoljava odgovarajući kriterij konvergencije. Tijekom promatranog razdoblja udjel središnje države u strukturi ukupnog duga pao je sa 85,5% (2003) na 82,1% (2007), dok su udjel izvanproračunskih fondova i lokalne razine vlasti zajedno porasli za 3,5 p.p. Istodobno se javni dug smanjio na 48% BDP-a u 2007. (51,1% u 2003), te je važno uočiti da se cjelokupni hrvatski javni sektor sve više orijentira na lokalno financijsko tržište⁹, što je pridonijelo smanjenju inozemne komponente javnog duga za otprilike 15 p.p. – pao je sa 45,1% (2003) na 30,2% (2007).

S obzirom na očekivane učinke pristupanja Hrvatske EU¹⁰, kao na i međusobnu ovisnost monetarne politike i politike deviznog tečaja u održavanju stabilnih cijena, snažnu “euroizaciju” domaćega gospodarstva i strukturno uzrokovan vanjski deficit, srednjoročni cilj hrvatske Vlade bio je nastaviti daljnje smanjivanje negativnog salda javnog sektora ispod -3% BDP-a (-0,5% do 2010). To se trebalo ostvariti putem strukturnih i fiskalnih prilagodbi u javnom sektoru (upravljanje deficitom), nastavka smanjivanja izdataka opće

⁷ Cijene nekih infrastrukturnih usluga (vodoopskrbe, odvodnje, željezničkoga i pomorskog prijevoza) regulirane su vladinim odlukama i nisu tržišno određene.

⁸ Prema posljednjim procjenama, pristupanje Hrvatske EU moglo bi uzrokovati dodatni porast cijena od 1,4%, uglavnom zbog prilagodbi u sektoru usluga i u poreznom usklađivanju (EIZ, 2007).

⁹ Kao najveće prednosti očekuju se uklanjanje valutnog rizika i razvoj domaćega financijskog tržišta.

¹⁰ Procijenjeni neto učinak na hrvatski proračun je negativan i iznosi 1,1% BDP-a (Cuculić i sur., 2004; EIZ, 2007).

države i ograničavanja rasta javnog duga. Ipak, zbog aktualne gospodarske situacije to neće biti jednostavno ostvariti.

Poput većine novih članica EU, Hrvatska još uvijek ne ispunjava formalni preduvjet pristupanja EMU koji se odnosi na devizni tečaj. Hrvatska ne sudjeluje u *mehanizmu deviznog tečaja II*¹¹, koji određuje temeljni okvir konvergencije – oscilacije deviznog tečaja unutar standardnoga ($\pm 15\%$) ili užega ($\pm 2,25\%$) raspona fluktuiranja bez pritisaka na stabilnost deviznog tečaja i uz redovite intervencije središnje banke. Unatoč tome, Hrvatska je tijekom 1990-ih godina i dalje, na temelju upravljanog fluktuiranja deviznog tečaja i uz intervencije središnje banke usmjerene na održavanje dugoročne stabilnosti cijena i deviznog tečaja, ostvarila zavidnu stabilnost svoje valute u odnosu prema EUR. Tijekom razdoblja 1997 – 2005. hrvatska je valuta deprecirala za 6,3%, dok su valute ostalih tranzicijskih zemalja deprecirale za približno 2% (Slovačka, Bugarska), 10% (Poljska), 17% (Mađarska), 30% (Slovenija) i 350% (Rumunjska); jedina je iznimka Češka, čija je valuta u odnosu prema euru aprecirala za 17%.

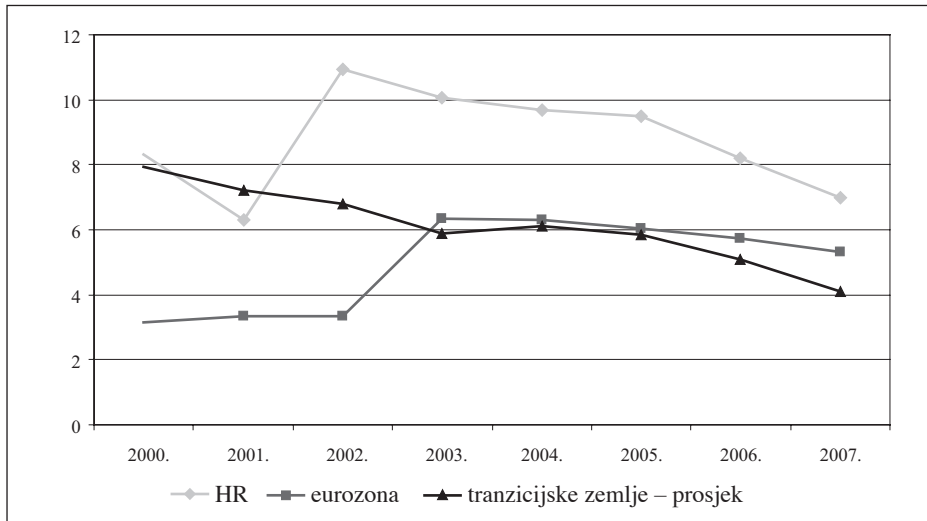
Margine fluktuiranja hrvatske kune prema euru ostale su prilično uske tijekom promatranog razdoblja, pa se nikada nisu ni približile standardnom rasponu fluktuiranja od $\pm 15\%$, a u većini slučajeva zadovoljavaju čak i stroži kriterij ($\pm 2,25\%$). Najveći raspon fluktuiranja ostvaren je 2001. godine ($\pm 4,24\%$), te on prema kraju promatranog razdoblja bilježi osjetno smanjenje na samo $\pm 0,92\%$ (2007), odnosno na $\pm 1,7\%$ (2008) (tabl. 1). Takva situacija rezultat je intervencija Hrvatske narodne banke na deviznom tržištu, usmjerenih na očuvanje stabilnosti deviznog tečaja, a to je najčešće značilo otkup viška ponude deviza (eura) radi izbjegavanja prevelike deprecijacije eura.¹²

Tijekom promatranog razdoblja kamatne stope na dugoročne vladine obveznice Hrvatske i novih članica EU međusobno su konvergirale i zadovoljile četvrti maastrichtski kriterij (uz iznimku Mađarske i Poljske). Kao što se može vidjeti iz tablice 1, prinosi na dugoročne vladine obveznice u primjeru Hrvatske ne premašuju referentnu vrijednost i čak pokazuju tendenciju daljnjeg pada prema kraju analiziranog razdoblja. Aktivne kamatne stope na kredite u Hrvatskoj 2007. godine dosežu razinu od oko 9%, slično kao i u ostalim tranzicijskim zemljama i u eurozoni, što je povoljan ishod padajućeg trenda hrvatskih kamatnih stopa započetoga krajem 1990-ih godina. Iako Hrvatska još uvijek ostvaruje nešto viši kamatni *spread* od zemalja eurozone i zemalja srednje i istočne Europe, ipak se na grafikonu 1. može uočiti tendencija njegova smanjivanja. Ta je povoljna tendencija rezultat uspješnih strukturnih i institucionalnih reformi u financijskom sektoru, što je preduvjet za uspješnu integraciju financijskih tržišta s tržištima EU i dugoročno održivu konvergenciju kamatnih stopa.

¹¹ U *mehanizmu deviznog tečaja II* trenutno sudjeluju Danska, Estonija, Letonija i Litva, dok su Bugarska, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Švedska i Ujedinjeno Kraljevstvo izvan njega. Zemlje izvan eurozone koje su prihvatile euro jesu Monako, San Marino i Vatikan (posebni sporazumi o prihvaćanju), te Andora, Kosovo i Crna Gora (jednostrano uvođenje). Danska i Ujedinjeno Kraljevstvo imaju tzv. *klauzulu izbora (opt-out clause)*, koja im daje pravo neograničeno dugog ostajanja izvan eurozone. Nove zemlje članice EU koje su prihvatile euro jesu Slovenija (2007), Cipar i Malta (2008) te Slovačka (2009).

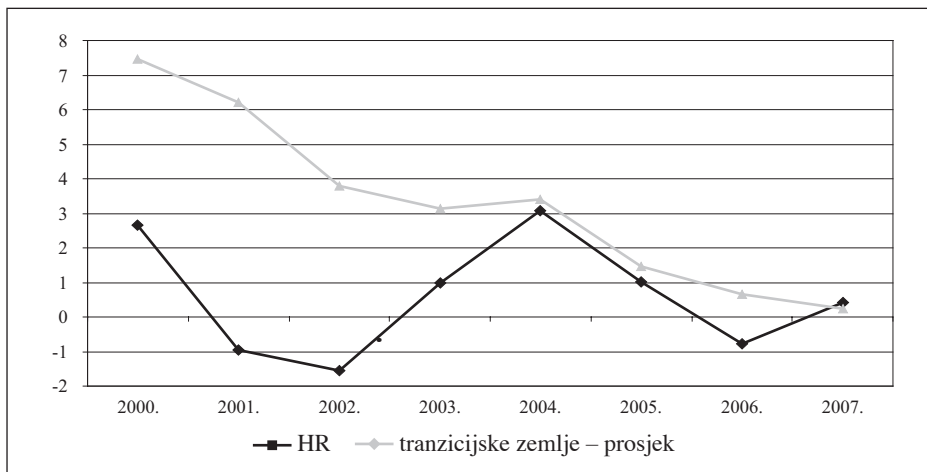
¹² Između 2000. i 2007. godine Hrvatska narodna banka provela je 89 aukcija eura i realizirala neto otkup u priličnoj vrijednosti od 2,72 mlrd. EUR; samo tijekom 2007. godine otkupljeno je 1,17 mlrd. EUR (HNB).

Grafikon 1. *Razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa Hrvatske, ostalih tranzicijskih zemalja i eurozone (p. p.)*



Izvor: IMF (2007, 2008)

Grafikon 2. *Razlike u kratkoročnim kamatnim stopama između Hrvatske, odnosno ostalih tranzicijskih zemalja i eurozone (p. p.)*



Izvor: IMF (2007, 2008)

S obzirom na visinu kratkoročnih kamatnih stopa, Hrvatska je sličnija eurozoni nego što su to u prosjeku ostale tranzicijske zemlje. Pozitivne prilagodbe kratkoročnih kamat-

nih stopa, započete sredinom 1990-ih godina, kada su iznosile i do 14% godišnje, nastavljene su i dalje, pa su u nekim godinama pale i ispod razine onih u eurozoni. Te se promjene mogu pratiti na grafikonu 2, koja prikazuje oscilacije u razlikama kratkoročnih kamatnih stopa Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja u odnosu prema onima u eurozoni.

Važan preduvjet za punu i održivu integraciju financijskih tržišta s EU jest i liberalizacija financijskih transakcija. Osim pune konvertibilnosti domaće valute za sve transakcije po tekućem računu, Hrvatska dopušta dugoročne kapitalne transakcije koje obuhvaćaju priljev FDI-a, repatrijaciju profita, neograničeni priljev depozita i kredita s međunarodnih financijskih tržišta (za privatni poslovni i javni sektor) te od 2008. i neograničene mogućnosti stjecanja vlasništva nad nekretninama za inozemne državljane. Ograničenja još uvijek postoje u sferi kupnje kratkoročnih vrijednosnih papira i odljeva kapitala, uglavnom za fizičke osobe.

2.2. Analiza eksterne ravnoteže Hrvatske

Visoki deficit tekućeg računa smatra se najvećim izazovom za eksternu ravnotežu. Ako se deficitom financiraju proizvodne namjene, u očekivanju budućega ekonomskog rasta koji će stvoriti preduvjete za njegovo otklanjanje, tada on ne mora nužno imati negativne implikacije. U suprotnome može dovesti do prekomjernog rasta obveza prema inozemstvu, ugrožavajući na taj način ukupnu eksternu poziciju zemlje. Kao posljedica toga mogu se pojaviti teškoće u servisiranju vanjskog duga i/ili održavanju stabilnosti deviznog tečaja, s velikim izgledima za nastanak valutne krize i smanjenje međunarodnih pričuva zemlje (Baharumshah i sur., 2003; Kaminsky i sur., 1998). Pad priljeva inozemnog kapitala, slaba makroekonomska stabilnost ili samo promjene očekivanja ekonomskih subjekata mogu djelovati kao pokretači eksterne krize (Frankel i sur., 2008; Ghosh i sur., 2009). Iako mnoge empirijske studije potvrđuju deficit tekućeg računa od -5% BDP-a kao granicu iznad koje negativni saldo postaje neodrživ, sve se one ipak koriste tim kriterijem samo kao mogućom naznakom problema jer njegovo uklanjanje ovisi o općem stanju gospodarstva, kako interno, tako i eksterno.¹³ Studije su pokazale da eliminiranje vanjskog deficita zahtijeva razdoblje od 3 do 5 godina, te da rezultira usporavanjem ekonomskog rasta i prilagodbama deviznog tečaja (Freund, 2005; Edwards, 2001; Cavallo i Frankel, 2008).

Proces ekonomskog integriranja u uvjetima financijske krize i gospodarske stagnacije postavlja pitanje o stanju vanjske ravnoteže jer će njezina dinamika i struktura odrediti i njezinu održivost u godinama koje slijede. Analiza dinamike i strukture prekograničnih priljeva i odljeva dohotka i kapitala za Hrvatsku, u usporedbi s ostalim tranzicijskim zemljama, može upozoriti na stanje vanjske ravnoteže Hrvatske i njezinu stabilnost u srednjem roku.¹⁴

¹³ Kaminsky i sur. (1998.) navode stanje eksternoga, financijskoga, realnoga i fiskalnoga sektora, kao i institucionalne i strukturne faktore kao relevantne za objašnjenje ekonomskih kriza. Stoga se ti, i mnogi drugi autori, koriste različitim pokazateljima eksterne ravnoteže samo kao iskustvenim pravilom (*rule of thumb*) uspoređujući ih s ostalim indikatorima, umjesto njihova korištenja kao apsolutnih pokazatelja budućih kretanja (Frankel i sur., 2008; Freund, 2005; Bussière i Mulder, 1999; Milesi-Ferretti, 1996; Lane i Milesi-Ferretti, 2007a; Daseking, 2009).

¹⁴ Primijenjena metodologija obuhvaća pokazatelje solventnosti (tekući račun, devizni tečaj) i likvidnosti (vanjski dug, pričuve međunarodne likvidnosti) kao u: Bussière i Mulder, 1999. (o konceptualnim pitanjima v. Milesi-Ferretti i Razin, 1996).

Od početka 1990-ih Hrvatska se suočava sa stalno rastućim trgovinskim deficitom, koji je 2007. dosegao 13 mlrd. USD (izvoz: 12,6 mlrd. USD, uvoz: 25,6 mlrd. USD), zadržavajući pokrivenost uvoza izvozom nižu od 50%. Takvo je stanje posljedica dinamičnijeg rasta izvoza od 18,5% prosječno u godini u odnosu prema rastu uvoza od 15,6% (2000-2007); stoga se manjak u vanjskoj trgovini kumulirao do iznosa koji premašuje vrijednost godišnjeg izvoza te je dosegao četvrtinu BDP-a iz 2007. godine. Kao rezultat, saldo tekućeg računa pogoršao se, dosežući gotovo -10% BDP-a, dok izvoz i uvoz robe i usluga nisu znatnije promijenili svoju relativnu poziciju te zasada ostaju na razini od 40, odnosno 50% BDP-a¹⁵ (tabl. 2).

Tablica 2. Pokazatelji vanjske pozicije Hrvatske, 2000-2008.

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
rast BDP-a (%)	3,0	3,8	5,4	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4
saldo tekućeg računa (kao postotak BDP-a)	-2,5	-3,2	-7,5	-6,3	-4,4	-5,5	-6,9	-7,6	-9,4
izvoz robe i usluga (kao postotak BDP-a)	40,7	42,3	39,6	43,8	43,5	42,8	43,5	42,8	41,9
uvoz robe i usluga (kao postotak BDP-a)	45,1	47,4	49,1	50,6	49,4	48,9	50,2	50,2	50,1
ukupni vanjski dug (mil. EUR)	12.264	13.609	15.143	19.884	22.933	25.748	29.274	32.929	39.125
ukupni vanjski dug (kao postotak BDP-a)	53,0	53,3	53,9	66,3	70,0	72,1	74,9	76,9	82,6
ukupni vanjski dug (kao postotak izvoza robe i usluga)	130,2	125,9	136,1	151,3	161,0	168,6	172,3	179,8	197,3
udjel kratkoročnoga u ukupnome vanjskom dugu (%)	8,0	4,4	3,8	8,1	11,5	13,2	14,7	13,3	13,7
vraćeni dug (kao postotak izvoza robe i usluga)	26,2	28,2	29,8	21,3	22,5	25,0	35,8	33,3	28,3
ukupne međunarodne pričuve (mil. EUR)	3.783	5.334	5.651	6.554	6.436	7.438	8.725	9.307	9.121
ukupne međunarodne pričuve (mjeseci uvoza robe i usluga)	4,3	5,3	4,9	5,2	4,8	5,1	5,3	5,2	4,6

Izvor: HNB, 2009.

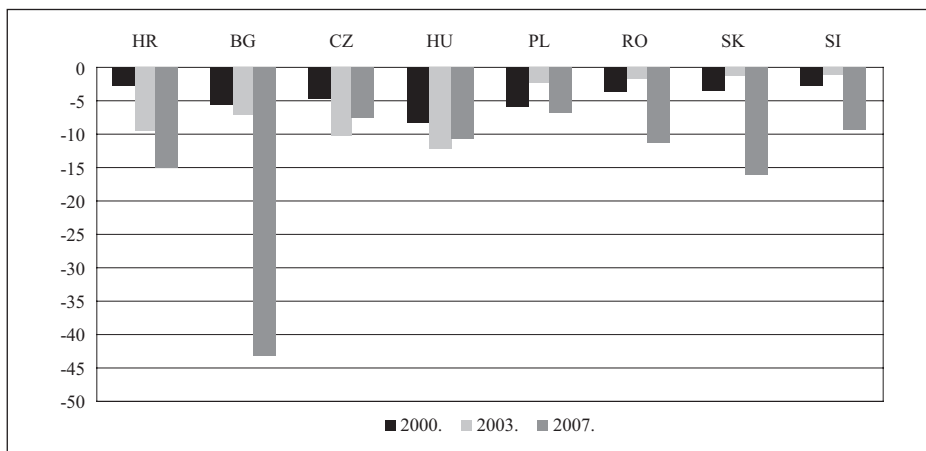
Ipak, pogoršanje stanja tekućeg računa nije se dogodilo samo u Hrvatskoj; većina se analiziranih zemalja suočila s istim problemom. Osim Češke i Mađarske, sve su ostale zemlje tijekom razdoblja 2003-2007. doživjele rast negativnog salda na tekućem računu

¹⁵ Rastući deficit tekućeg računa općenito je pratio rast BDP-a te je usporio dinamiku rasta u razdoblju 2003 – 2005. Ipak će divergentna kretanja koja su se pojavila u 2008. rezultirati, prema procjenama MMF-a, deficitom tekućeg računa od -6,1% BDP-a i gospodarskim padom od -5,2% (IMF, 2009).

što se podudara s njihovim pristupanjem EU. Najdrastičniji primjer porasta deficita primjetan je u Bugarskoj, ali i u Rumunjskoj, Slovačkoj i Sloveniji (sl. 3). Ipak, nove članice EU ostvarile su dinamični rast izvoza u rasponu od 20% (Slovenija) do 27% (Bugarska) tijekom razdoblja 2003-2007. (u odnosu prema 1998-2003). U isto vrijeme hrvatski je izvoz godišnje rastao po prosječnoj stopi od 18,9%, odnosno od 6,6%, pri čemu se te stope znatnije ne mijenjaju čak ni kada se uzmu u obzir prihodi od izvoza usluga (uglavnom turizma). Ti podaci to više zabrinjavaju kada se uzme u obzir niska razina trgovinske otvorenosti Hrvatske (106,6% BDP-a), dok se vrijednost volumena trgovine u odnosu prema BPD-u ostalih zemalja kreće u rasponu od 134% (Češka) do 175,5% (Slovačka), uz iznimku Poljske (85,3%) i Rumunjske (76,8%).

S obzirom na kretanje realnoga efektivnog deviznog tečaja, uzetoga kao aproksimacija budućih kretanja izvoza, Hrvatska jedina ostvaruje različita kretanja s obzirom na ostale analizirane zemlje. U razdoblju 2000-2007. sve su zemlje ostvarile rast realnoga efektivnog deviznog tečaja od prosječno 35%, dok je hrvatska valuta deprecirala za samo 12,9%.¹⁶

Grafikon 3. Saldo tekućeg računa Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja¹⁷
(kao postotak BDP-a)



Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvor: IMF (2007, 2008)

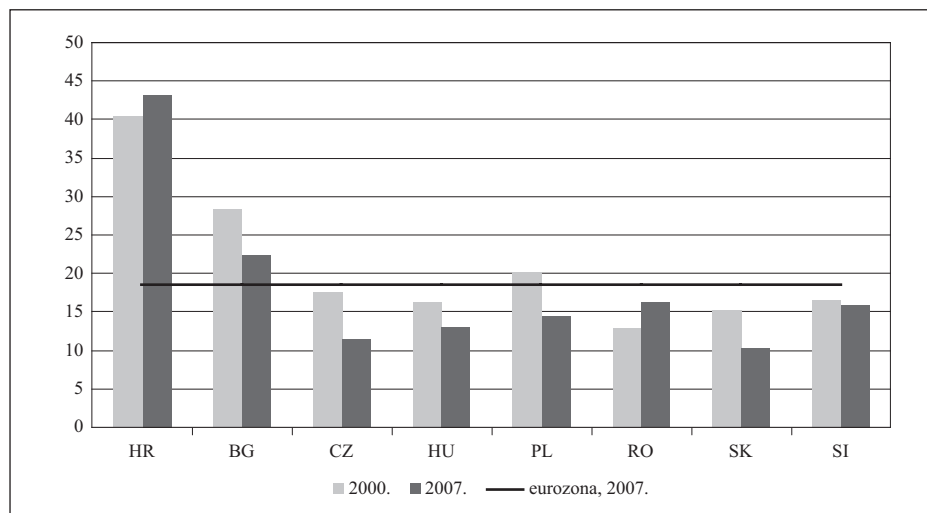
Izvoz usluga ima važnu ulogu u uravnoteženju tekućeg računa Hrvatske, što je prikazano na grafikonu 4, koja odražava prihode od usluga u terminima ukupnih priljeva po tekućem računu. Hrvatska se u uklanjanju trgovinskog deficita uvelike oslanja na priho-

¹⁶ U istom su razdoblju valute ostalih zemalja deprecirale za 58,1% (Slovačka), 42,5% (Mađarska), 40,5% (Rumunjska), 36,8% (Češka), 33,9% (Bugarska), 14,1% (Poljska) i 27,1% (euro za Sloveniju) (IMF, 2008).

¹⁷ Radi dobivanja podataka usporedivih po zemljama, pri izračunavanju salda tekućeg računa korišten je realni efektivni devizni tečaj. To objašnjava razliku među podacima za Hrvatsku u tablici 2. i na grafikonu 3.

de od usluga jer oni dosežu gotovo polovicu ukupnih priljeva po tekućem računu u 2007. godini. Nadalje, Hrvatska se nalazi među nekoliko zemalja koje su ostvarile i rastući udjel usluga u ukupnim priljevima tekućeg računa. Kao posljedica rastućeg trgovinskog deficita, prihodi od izvoza usluga pokrivaju sve manji dio trgovinskog deficita – 2000. dohodak od izvoza usluga premašivao je manjak u vanjskoj trgovini za oko 30%, dok je u 2007. pokrivao samo 97% tekućeg deficita. Do 2003. godine izvoz usluga rastao je otprilike 17% godišnje, dok je u razdoblju 2003-2007. zabilježio godišnji porast od 10%.

Grafikon 4. *Prihodi od izvoza usluga za Hrvatsku i ostale tranzicijske zemlje (kao postotak ukupnih prihoda tekućeg računa)*



Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvor: IMF (2007, 2008)

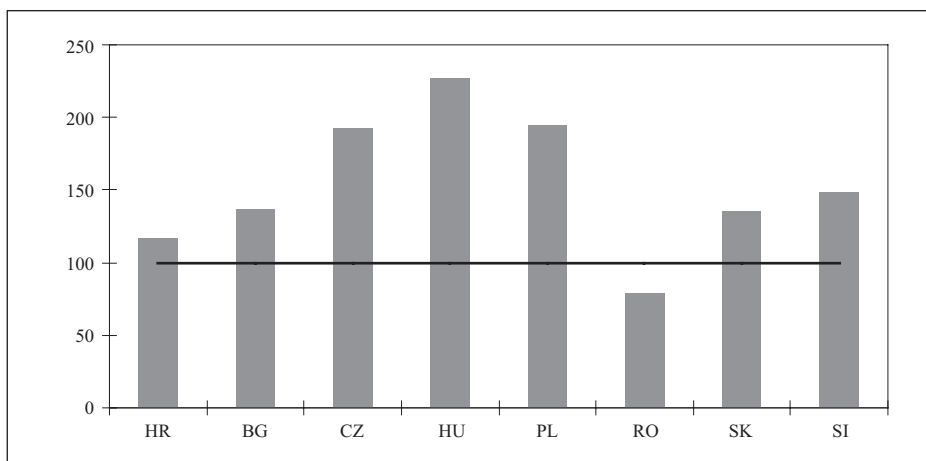
Zahvaljujući stalno rastućem deficitu u razmjeni s inozemstvom, neto investicijska pozicija Hrvatske (kumulativna vrijednost izravnih i portfeljnih ulaganja) ostvarena tijekom 2000-2007. premašila je kumulativnu vrijednost (negativnog) salda tekućeg računa za 17%¹⁸; istodobno, ostale tranzicijske zemlje ostvaruju mnogo povoljniji odnos između priljeva investicija i odljeva dohotka. Povoljnije stanje inozemnih ulaganja i uravnoteženi rast izvoza i uvoza omogućili su tim zemljama ostvarenje razine kumulativnih neto investicija koja znatno premašuje deficite na njihovim tekućim računima (gr. 5).

S obzirom na pokazatelje likvidnosti, Hrvatska stoji nešto bolje s obzirom na opisane tendencije u tekućem računu. Zbog nepovoljnih tendencija u razmjeni s inozemstvom

¹⁸ Do početka drugog kvartala 2009. godine Hrvatska je ostvarila solidno stanje izravnih stranih ulaganja od 36,7 mlrd. EUR, što iznosi 75% BDP-a, odnosno 7.900 EUR po stanovniku. Zajedno s portfeljnim ulaganjima, ti pokazatelji rastu do približno 80% BDP-a, odnosno do 8.400 EUR po stanovniku.

Hrvatska je zabilježila snažni rast vanjskog duga, koji je u prosincu 2008. iznosio gotovo 40 mlrd. EUR (oko 9.000 EUR po stanovniku); vanjski se dug u odnosu prema 2000. godini više nego utrostručio i na godišnjoj je razini u prosjeku rastao 15%. Kao posljedica toga, ukupni je vanjski dug narastao na više od 80% BDP-a, što Hrvatsku smješta oko sredine liste analiziranih tranzicijskih zemalja. Ona je posljednjih godina (2006-2008) ostvarila relativno skroman rast vanjskog duga od 7,7 p.p. (mjereno u terminima BDP-a), što je prilično razlikuje od Mađarske, Slovenije i Bugarske, čiji je vanjski dug porastao za 25 p.p. Najveći porast inozemnog duga u 2009. očekuje se u Mađarskoj, Slovačkoj i Poljskoj. Ipak, kada se vanjski dug mjeri terminima izvoza, Hrvatska ostvaruje najmanje povoljnu poziciju (tabl. 3), što upućuje na probleme hrvatskoga realnog sektora i slabe izvozne performanse, a to bitno ograničava mogućnosti stvaranja novog dohotka kao preduvjeta uspješnog servisiranja duga.¹⁹

Grafikon 5. Kumulativne neto investicije (financijske i direktne) Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja (kao postotak kumulativnog salda tekućeg računa), 2000-2007.



Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvor: IMF (2007, 2008)

U servisiranju vanjskog duga Hrvatska se trenutačno suočava s najvećim teretom otplate, jer gotovo 14 mlrd. duga (s kamatama) dospijeva 2009. godine, dok već u 2010. taj iznos pada na 7,6 mlrd. EUR i u idućim se godinama (prema posljednjim raspoloživim podacima) nastavlja smanjivati. Ukupno treba biti otplaćeno još 45 mlrd. USD, što je iznos veći od BDP-a ostvarenoga u 2007. Usto, struktura vanjskog duga prema ročnosti se po-

¹⁹ Kada su u pitanju kritične vrijednosti pokazatelja likvidnosti, Daseking (2009) razlikuje najslabije razvijene i visokozadužene zemlje (odnos vanjskog duga i izvoza ne smije prelaziti 200%) i ostale neindustrijalizirane zemlje (odnos vanjskog duga i BDP-a iznosi najviše 40%).

goršava jer je kratkoročno zaduživanje činilo samo 4% ukupnoga vanjskog duga u 2002. godini, te je do danas taj udjel porastao na 14%. U strukturi duga prema domaćim sektorima tri četvrtine ukupnog duga otpada na privatni poslovni sektor (50%) i poslovne banke (25%), dok je udjel države pao sa 40% (2000) na 10% (2008).

Međunarodne pričuve Hrvatske dostatne su da zadovolje kriterij pokrića najmanje tromjesečnog uvoza, te su u razdoblju 2006-2009. (rujan) ostvarile blagi porast od 3,4%; u istom vremenu ostale su zemlje povećale svoje pričuve za 30-90% (Rumunjska, Bugarska, Poljska, Mađarska). Svojim međunarodnim pričuvama Hrvatska pokriva 20% ukupnoga vanjskog duga, što se smatra prihvatljivim u jamčenju vanjske likvidnosti u normalnim uvjetima. Konačno, odnos međunarodnih pričuva i kratkoročnog duga, tzv. Guidottijevo pravilo, u većini zemalja (osim Bugarske, Poljske i Slovačke) premašuje vrijednost 1, čime se dokazuje sposobnost servisiranja svih obveza prema inozemstvu koje dospijevaju unutar jedne godine, čak i u uvjetima eksternoga financijskog šoka (tabl. 3); ipak, održivost toga pokazatelja zahtijeva uravnoteženi realni devizni tečaj i umjereni deficit tekućeg računa (Bussière i Mulder, 1999).

Tablica 3. Pokazatelji međunarodne likvidnosti Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja, 2008.

	HR	BG	CZ	HU	PL	RO	SK ^a	SI ^a
bruto vanjski dug (kao postotak BDP-a)	82,6	108,4	60,1	115,3	47,8	53,5	59,9	108,8
bruto vanjski dug (kao postotak izvoza robe)	401,6	242,0	58,1	166,3	151,3	218,6	80,6	174,3
međunarodne pričuve (mjeseci uvoza robe i usluga)	4,6	5,5	2,7	3,4	3,3	5,3	4,2	–
međunarodne pričuve (kao postotak bruto vanjskog duga)	23,3	35,1	46,0	19,7	25,6	35,7	48,5	–
međunarodne pričuve (kao postotak kratkoročnog duga)	1,71	0,99	1,43	1,23	0,96	1,27	0,96	–
anuiteti (kao postotak izvoza robe i usluga)	14,5	35,7	4,4	17,1	33,9 ^b	29,3	–	–

^a Statistički tretman međunarodnih monetarnih pričuva koji proizlazi iz članstva u EMU (Slovenija od 2007, Slovačka od 2009) mijenja se tako da samo inozemne valute (različite od EUR) uložene izvan EMU čine komponentu pričuva u stranoj valuti (što je dovelo do nominalnog smanjenja međunarodnih rezervi za 30-85%).

^b 2007.

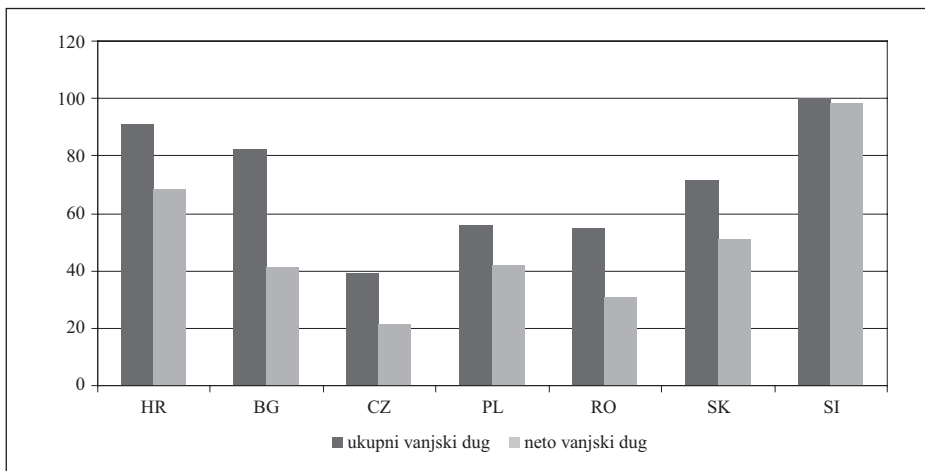
Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; PL – Poljska
RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvor: BIS, 2009. (pristup statistici središnjih nacionalnih banaka)

Odnos između vanjskog duga i međunarodnih pričuva može se pratiti na grafikonu 6, prema kojoj najbolju poziciju likvidnosti ostvaruje Bugarska, s međunarodnim pričuvama dostatnima za pokriće otprilike polovice ukupnoga vanjskog duga, slično kao Češka i Rumunjska.

S obzirom na sve navedeno, Hrvatska zadovoljava kriterije likvidnosti nešto bolje nego kriterije solventnosti. Rastući trgovinski deficit, uz pogoršanje stanja tekućeg računa, mogao bi prouzročiti pritisak na devizni tečaj i monetarnu politiku, koja je uvelike određena "euroizacijom" domaćega gospodarstva i preuzimanjem obveza za ulazak u EMU. U rješavanju tih problema mogla bi pomoći financijska otvorenost.

Grafikon 6. *Ukupni vanjski dug i neto vanjski dug Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja (kao postotak BDP-a), 2007.^a*



^a Razlika između bruto vanjskog duga i međunarodnih pričuva (bez zlata).

Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; HR – Hrvatska; PL – Poljska RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvor: IMF, 2008; BIS, 2008.

3. Međunarodno financijsko integriranje Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja

Međunarodno financijsko integriranje, koje je dobilo na dinamici kasnih 1980-ih i ranih 1990-ih godina, podudarilo se s rastućom internacionalizacijom poslovnih aktivnosti (FDI-em), kao i s liberalizacijom i deregulacijom financijskih tržišta (uključujući i Istočnu Europu). Ipak, globalno financijsko povezivanje nije riješilo problem nestabilnosti međunarodnoga financijskog sustava, što je, u kombinaciji s makroekonomskim problemima na razini pojedinih zemalja (devizni tečaj, vanjski dug, deficit tekućeg računa, fiskalna neravnoteža, itd.), dovelo do niza financijskih kriza.²⁰

²⁰ To se odnosi na meksičku (1994), azijsku (1997), rusku (1998) i "skandinavsku" (Finska, Norveška, Švedska) krizu tijekom 1990-ih godina, kao i na argentinsku (2001-2002) te najnoviju financijsku krizu (2007-2008). Uzroci tih kriza bili su "stezanje" monetarne politike, pad izvoznih prihoda ili učinak prelijevanja iz inozemstva (o pokretima financijskih kriza v. Ghosh i sur., 2009). Sistemske rizik, zajedno s padom cijena nekretnina i vrijednosti povezanih financijskih instrumenata (izvedenica), pokrenuo je posljednju krizu.

Osim koristi od financijskog integriranja (jednostavnije financiranje gospodarskog rasta i razvoja, odgovorna makroekonomska politika, bolja alokacija resursa u konkurentnome i transparentnom sustavu), postoje i određeni problemi koji proizlaze iz fluktuacija kratkoročnih tijekova kapitala koje mogu prouzročiti pritisak na tečajnu i monetarnu politiku.²¹ Štoviše, smatra se da su male ekonomije u posebno nepovoljnom položaju jer njihov pristup financijskim tržištima uglavnom slijedi fazu poslovnog ciklusa, što znači da imaju dostupnost kredita u lošim vremenima (Agénor, 2003). K tome, zemlje s nediferenciranom proizvodnom strukturom i niskim stupnjem trgovinske integriranosti teško se mogu oduprijeti eksternim šokovima, za razliku od razvijenih industrijskih zemalja.

3.1. Stanje i tendencije u međunarodnoj financijskoj poziciji tranzicijskih zemalja

Za razliku od razvijenih industrijskih zemalja, u kojima su liberalizacija računa kapitala, deregulacija financijskih tržišta i financijsko inoviranje pridonijeli rastućoj financijskoj otvorenosti, tranzicijske su zemlje ostvarile nešto drugačiji "uzorak", pa stoga i sporiju dinamiku međunarodnoga financijskog integriranja. Tranzicijske zemlje u osnovi ostvaruju niže vrijednosti međunarodne imovine i obveza, uglavnom zbog nedovoljno razvijenoga financijskog sektora, kojemu najčešće nedostaje kvalitetna regulativa financijskih tržišta i nebankarskih financijskih institucija, zbog čega tranzicijske zemlje po pravilu ne ostvaruju razine likvidnosti i tržišne kapitalizacije usporedive s onima razvijenih zemalja (EBRD, 2008). Štoviše, kao nečlanice EMU, većina je tranzicijskih zemalja izložena tečajnom riziku koji ograničava prekogranične financijske transakcije. Ipak, te su zemlje pronašle svoje "mjesto" na međunarodnome financijskom tržištu uglavnom putem inozemnog zaduživanja, priljeva FDI-a i povećanja službenih pričuva.²²

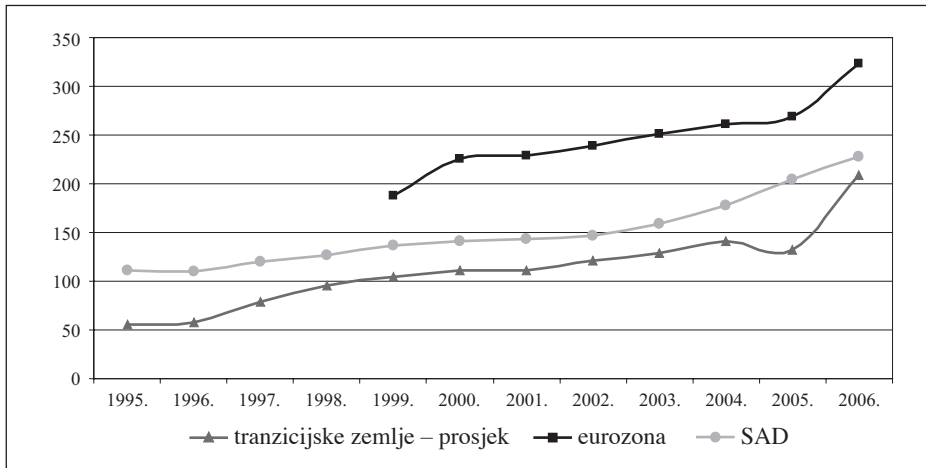
Bez obzira na spomenute prepreke ostvarivanju rastuće "međunarodne financijske izloženosti", tranzicijske su zemlje znatno povećale svoju inozemnu imovinu i obveze, koje su 2006. godine zajedno dosegnule oko 210% BDP-a. Kao što se vidi na slici 7, taj se rezultat približava rezultatu SAD-a, dok je financijska otvorenost eurozone, potaknuta uvođenjem jedinstvene valute, premašila financijsku otvorenost prethodno spomenutih zemalja.

Ipak, dinamika rasta inozemne imovine i obveza odabranih tranzicijskih zemalja gotovo je jednaka dinamici eurozone, pa tako prosječna godišnja stopa rasta u tranzicijskim zemljama (16,1%), ne odstupa znatnije od stope rasta u eurozoni (17,1%). Međunarodna financijska otvorenost svih tranzicijskih zemalja neprestano je rasla tijekom promatranog razdoblja (1995-2007), te je, sukladno očekivanjima, premašila prosječni rast BDP-a, i to najviše u baltičkim zemljama te Poljskoj i Hrvatskoj. Te zemlje, zajedno s Mađarskom, ostvarile su najdinamičniji rast međunarodne financijske otvorenosti, dok je financijska otvorenost Bugarske i Češke rasla znatno sporije, tj. ispod prosjeka od 16% (gr. 8).

²¹ Financijska otvorenost može umanjiti učinkovitost monetarne politike. Primjer Hrvatske pokazuje da su monetarne vlasti morale poduzeti stroge mjere povećanja bankarskih pričuva i uvođenja depozita na iznose odobrenih kredita radi ograničavanja kreditne ekspanzije domaćih banaka 90% imovine koja se nalazi u stranom vlasništvu.

²² Neki autori tvrde da "... napredne zemlje tipično ostvaruju "mnogo imovine i malo duga", dok suprotno vrijedi za većinu ostalih zemalja [prijevod: autor] (Lane i Milesi-Ferretti, 2008:329), što se, očito, odnosi i na tranzicijske zemlje.

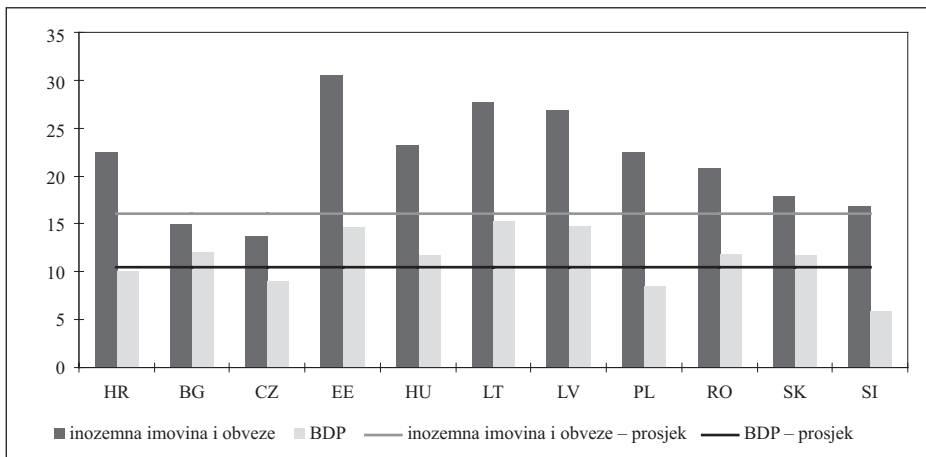
Grafikon 7. Inozemna imovina i obveze tranzicijskih zemalja, eurozone i SAD-a (kao postotak BDP-a)^a



^a Zbroj FDI-a, financijskih investicija, ostalih investicija, financijskih izvedenica i službenih pričuva.

Izvor: IMF (2007, 2008)

Grafikon 8. Prosječna godišnja stopa rasta inozemne imovine i obveza te BDP-a za tranzicijske zemlje pojedinačno i ukupno (kao postotak BDP-a), 1995-2006.^a



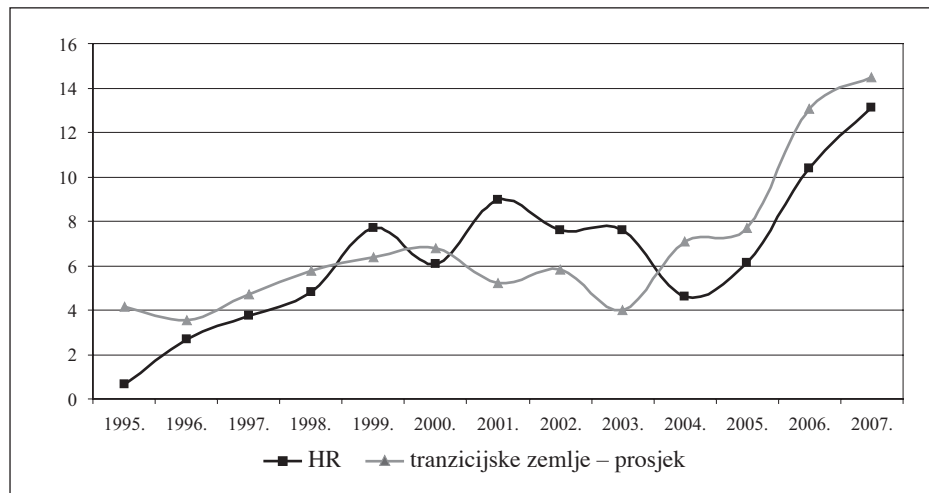
^a 1995-2007: Latvija i Slovačka; 1996-2007: Mađarska; 1998-2007: Hrvatska; 1998-2006: Bugarska.

Napomena: BG – Bugarska; CZ – Češka Republika; EE – Estonija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; LT – Litva; LV – Latvija; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

Izvor: IMF (2007, 2008)

U strukturi inozemne aktive i pasive Hrvatske dominiraju ostala ulaganja i FDI, dok u ostalim zemljama, uglavnom kandidatkinjama za EMU, najveći udjel ostvaruju službene pričuve i FDI. S obzirom na vlasnička ulaganja (portfeljna i izravna), Hrvatska je slična skupini promatranih tranzicijskih zemalja, iako su tijekom 2000-2003. primjetna divergentna kretanja, uglavnom zbog znatnih privatizacijskih projekata u Hrvatskoj (gr. 9).²³

Grafikon 9. *Inozemna imovina i obveze po osnovi vlasničkih ulaganja za Hrvatsku i ostale tranzicijske zemlje (kao postotak BDP-a)*



Izvor: IMF (2007, 2008)

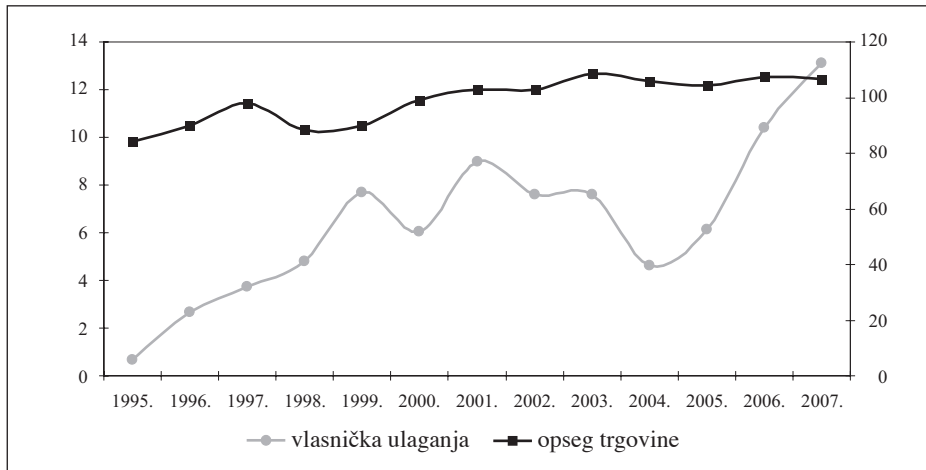
Mnoge su studije potvrdile postojanje pozitivne veze između financijske i trgovinske otvorenosti.²⁴ U tom se smislu trgovinska otvorenost Hrvatske i deset ostalih tranzicijskih zemalja može smatrati ovisnom o stupnju njihove financijske integriranosti. Pojedinačno gledajući, sve zemlje ostvaruju opseg trgovine (robom i uslugama) veći od njihova BDP-a, pri čemu naprednije zemlje postižu veće vrijednosti toga pokazatelja – Slovačka 173,6%, Mađarska 157,9%, Estonija 156,5%, Češka 149,3%, Bugarska 147,5%, Slovenija 144,7%, Litva 129,9%, Latvija 108,1%, Hrvatska 106,1% Poljska 85,3% i Rumunjska 76,8% BDP-a. U Hrvatskoj je porast stupnja financijske otvorenosti manji od porasta trgovinske otvo-

²³ O utjecaju strukture financijskih tijekova na financijsku stabilnost v. Frankel i sur., 2008. i Bekaert i sur., 2006. Relativno visoki priljevi FDI-a omogućili su tranzicijskim zemljama održivost većih deficita na tekućim računima nego što bi bilo moguće u slučaju dominantnog priljeva dužničkog kapitala. Osim toga, za zemlje primateljice FDI-a važno je da povrat od ulaganja ovisi o stanju domaćega gospodarstva, što se ne bi odnosilo na klasične dužničke oblike ulaganja (Lane i Milesi-Ferretti, 2007a).

²⁴ Aizenman i Noy (2004) utvrdili su da trgovinska otvorenost pridonosi rastu financijskih tijekova, koji zauzvrat potiču rast trgovine, dok Rayan i Zingales (2003) to potvrđuju rezultatima svojih istraživanja, prema kojima je trgovinski deficit snažno koreliran sa stupnjem financijske otvorenosti. Cavallo i Frankel (2008) potvrđuju manju eksternu ranjivost u slučaju eksternih šokova za ekonomije koje ostvaruju viši stupanj trgovinske otvorenosti, objašnjavajući to njihovom sposobnošću da "eksternaliziraju" negativne učinke šokova.

renosti (1995-2007). Kao što se može vidjeti iz grafikona 10, trgovinska je integriranost u tom razdoblju porasla za 22 p.p. (desno mjerilo), dok su vlasnička ulaganja porasla za 12 p.p. (lijevo mjerilo).

Grafikon 10. Inozemna imovina i obveze (vlasnička ulaganja), lijeva skala te opseg trgovine Hrvatske (kao postotak BDP-a), desna skala



Izvor: IMF, 2007, 2008

Ipak, bez obzira na intenzitet rasta inozemne imovine i obveza, potrebno je utvrditi glavne determinante financijske integracije tranzicijskih zemalja. To pitanje postaje još važnije kada se uzmu u obzir specifični problemi te skupine zemalja, a to se posebno odnosi na gospodarsko restrukturiranje i specifične razvojne potrebe, institucionalne reforme i članstvo u EU.²⁵ Te okolnosti čine prilagodbe tranzicijskih zemalja vanjskim šokovima još kompleksnijim time što povećavaju njihovu eksternu ranjivost. Radi utvrđivanja čimbenika koji determiniraju financijsku otvorenost tranzicijskih zemalja, u nastavku je provedena regresijska analiza.

3.2. *Specifikacija modela i rezultati*

Analiza koja slijedi obuhvaća 11 tranzicijskih zemalja tijekom razdoblja 1995-2007. godine.²⁶ Zavisna varijabla regresijskog modela predstavlja međunarodnu financijsku po-

²⁵ Hrvatska već ostvaruje visok stupanj financijske integriranosti s EMU, iz kojega u Hrvatsku dolazi 80% FDI-a, 30% financijskih investicija, kao i 80% ukupne aktive poslovnih banaka; 80% hrvatskih financijskih dužničkih ulaganja i 65% međunarodnih serija obveznica ostvareno je na tržištu EMU (prema Lane i Milesi-Ferretti, 2007a:115-117). Usto, tri četvrtine ukupne hrvatske trgovine denominirano je u eurima (HNB).

²⁶ Uzorak obuhvaća Bugarsku, Hrvatsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Letoniju, Litvu, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku i Sloveniju. Analiza se temelji na 143 opažanja, od kojih su ona s nepotpunim podacima isključena iz daljnje analize. Financijski su podaci preuzeti iz statistike Međunarodnoga monetarnog fonda i Bečkog instituta za međunarodne usporedbe, dok su za podatke o stupnju razvijenosti financijskog sektora korištene publikacije Europske banke za obnovu i razvitak. Financijski podaci o inozemnoj aktivni i pasivi zemalja preuzeti su iz stavki međunarodnih inve-

ziciju svake pojedine zemlje, a izračunana je kao zbroj inozemne imovine i obveza te zemlje²⁷ te izražena terminima BDP-a iz tekuće godine (*FAL*).

Odobrane eksplanatorne varijable koje opisuju obilježja zemlje uključuju trgovinsku otvorenost (roba i usluge) kao postotak BDP-a promatrane zemlje (*EIGS*), BDP (*GDP*), broj stanovnika (*POP*) i BDP po stanovniku (*GDPC*). U slučaju trgovinske otvorenosti očekuje se pozitivni utjecaj na stupanj međunarodne financijske integriranosti generiranjem odgovarajućih financijskih tijekova (plaćanja), odnosno kapitala (zaduživanja) u uvjetima trgovinske neravnoteže negativnog predznaka. Trgovinska otvorenost također unapređuje prekogranične tijekove informacija i stoga smanjuje rizik sudjelovanja u međunarodnim financijskim transakcijama. Sličan (pozitivni) učinak očekuje se i za BDP po stanovniku jer njegov rast upućuje na rastuće ekonomsko blagostanje i, sukladno tome, eventualno manji strah od rizika koji proizlazi iz međunarodnih ulaganja (Lane i Milesi-Ferretti, 2003). Ipak, utjecaj apsolutne veličine neke ekonomije, izražen brojem stanovnika ili BDP-om, na stupanj financijske otvorenosti nešto je teže predvidjeti – veća tržišta nude i veće mogućnosti za (domaća) ulaganja, iako konačni učinak ipak ovisi o stupnju razvijenosti domaćega financijskog tržišta. Budući da su samo neke zemlje iz analiziranog uzorka ostvarile standarde financijskog tržišta jednake onima industrijskih zemalja²⁸, negativni utjecaj veličine gospodarstva na financijsku otvorenost zemlje ne može se *á priori* očekivati.

Varijable koje aproksimiraju tendencije u bankarskom sektoru i na financijskom tržištu jesu odnos likvidnih obveza²⁹ i domaćeg BDP-a (*LL*), vrijednost burzovne kapitalizacije, također mjerena terminima BDP-a (*SMC*) i vrijednost kumulativnih prihoda od privatizacije kao postotak nacionalnog BDP-a (*CPR*). Rast bankarskoga i financijskog sektora može imati negativne učinke na financijsku otvorenost, iako rastuće mogućnosti ulaganja mogu privući inozemne ulagače na domaće tržište, pridonoseći na taj način sve većoj financijskoj otvorenosti. S obzirom na institucionalne reforme u Istočnoj Europi od početka tranzicije, snažniji pozitivni utjecaj na financijsko integriranje tranzicijskih zemalja (u toj skupini varijabli) može se očekivati od priljeva kapitala ostvarenih od realiziranih privatizacijskih projekata.

Binarna varijabla za članstvo u EU (*Dummy-EU*) odražava razlike između punopravnog članstva (1), statusa pridruživanja (Europski sporazum, Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju – 0,5) i nepostojanja formalnih odnosa s EU (0). Konačno, binarna varijabla veličine zemlje (*Dummy-POP*) također je uključena u model (stanovništvo 0 – 5 mil.: 0; 5 – 20 mil.: 0,5 i 20 mil. i više: 1). Članstvo u EU, ili čak samo pristupanje zajednici, što implicira ekonomsku konvergenciju, uklanjanje institucionalnih barijera i usklađivanje zakonodavstva trebali bi, sukladno očekivanjima, rezultirati rastućom financijskom otvorenošću analiziranih zemalja (Lane i Milesi-Ferretti, 2007a).

sticijskih pozicija financijske statistike Međunarodnoga monetarnog fonda. Za razliku od podataka prezentiranih u bilanci plaćanja, koji mogu iskazivati negativne neto vrijednosti, podaci prema međunarodnim investicijskim pozicijama predočuju stanje inozemne imovine i obveza, prilagođenih promjenama u razini cijena i deviznom tečaju.

²⁷ FDI, financijska ulaganja, ostala ulaganja, financijske izvedenice i službene pričuve.

²⁸ Prema EBRD-u, toj skupini pripadaju Češka, Estonija, Mađarska i Poljska (EBRD, 2007, 2008).

²⁹ Kao zbroj depozita po videnju, štednih i oročenih depozita te depozita u stranoj valuti, inozemnih obveza i depozita središnje države.

Analizirana regresijska jednadžba ima oblik:

$$\ln Y_t = \text{const.} + \beta_{it} X_{it} + \beta_{jt} X_{jt} + \mu \quad (1)$$

u kojemu se X_{it} odnosi na nezavisne varijable transformirane u prirodni logaritam (ln), dok X_{jt} opisuje binarne varijable koje nisu transformirane u logaritamski oblik; indeks t označava vrijeme, a model ne uključuje vremenski pomaknute varijable. Procijenjeni parametri izračunani su prema metodi najmanjih kvadrata. Koeficijenti procijenjeni na temelju regresijske jednadžbe uvršteni su u tablicu 4, zajedno s rezultatima statističkih i ekonometrijskih testova procijenjenog modela.

Tablica 4. Rezultati regresijske analize (11 zemalja), 1995-2007.

	Postupno uključivanje nezavisnih varijabli u model (unaprijed)					
	1.	2.	3.	4.	5.	6.
const.	2,590	0,921	1,191	1,411	1,911	2,656
t-test	11,765 ^a	2,598 ^b	3,649 ^a	4,360 ^a	4,720 ^a	5,884 ^a
LNLL	0,563	0,401	0,322	0,264	0,345	0,399
t-test	9,966 ^a	6,926 ^a	5,875 ^a	4,689 ^a	5,023 ^a	5,859 ^a
VIF	1,000	1,324	1,439	1,626	2,488	2,642
LNEIGS		0,493	0,452	0,422	0,431	0,400
t-test		5,649 ^a	5,677 ^a	5,429 ^a	5,609 ^a	5,375 ^a
VIF		1,324	1,337	1,360	1,365	1,388
LNCPR			0,108	0,090	0,082	0,063
t-test			5,105 ^a	4,203 ^a	3,841 ^a	2,940 ^a
VIF			1,167	1,269	1,309	1,418
LNSMC				0,074	0,097	0,110
t-test				3,038 ^a	3,640 ^a	4,257 ^a
VIF				1,503	1,836	1,884
LNGDPC					-0,106	-0,204
t-test					-2,010 ^b	-3,468 ^a
VIF					2,637	3,585
Dummy-EU						0,404
t-test						3,254 ^a
VIF						1,623
prilagođeni R2	0,450	0,564	0,640	0,664	0,672	0,698
broj opažanja	121	121	121	121	121	121
F-test	99,322 ^a	78,517 ^a	72,149 ^a	60,224 ^a	50,251 ^a	47,131 ^a
standardna greška procjene	0,278541	0,248168	0,225384	0,217855	0,215054	0,206614

^a Statistički značajno na razini 1%.

^b Statistički značajno na razini 5%.

Izvor: autorov izračun

Rezultati analize općenito su u skladu s teorijskim očekivanjima jer sve varijable osim jedne ostvaruju očekivani predznak, a sve su pritom statistički značajne. Analiza je potvrdila relevantnost općih ekonomskih varijabli, varijabli koje opisuju razvoj bankarskoga i financijskog sektora te binarnih varijabli pri objašnjavanju varijacija u stupnju međunarodne financijske integriranosti među promatranim zemljama. Ipak, trgovinska otvorenost, stupanj "internacionalizacije" bankarskog sektora i formalni odnosi s EU najznačajnije pozitivno utječu na stupanj financijske integracije. S obzirom na činjenicu da je najveći udjel (40%) u ukupnom prekograničnom kretanju kapitala analiziranog uzorka zemalja ostvaren putem (ulaznog) FDI-a, te s obzirom na postojanje pozitivne "dvosmjernne" veze između trgovine i vlasničkih ulaganja (Aizenman i Noy, 2004), takav je ishod bio očekivan. Najveći doprinos eksplanatornoj moći regresijskog modela daje varijabla likvidnih obveza koja je prva ušla u regresijski model i zadržala snažan utjecaj tijekom svih iteracija modela. Znatno doprinos te varijable financijskoj otvorenosti zemlje može se objasniti rastućim udjelom inozemnih obveza banaka povezanih s kreditnom ekspanzijom na domaćem tržištu, koji pridonosi rastućemu vanjskom dugu. Ekonomsko povezivanje s EU i očekivani ulazak u EMU u većini je analiziranih zemalja pridonio rastu (vlasničkih) ulaganja i ostalih prekograničnih transakcija kapitala. Nasuprot tome, varijable *GDP*, *POP* i *Dummy-POP* nisu se pokazale značajnima u objašnjavanju varijacija zavisne varijable, pa su stoga isključene iz modela, što pokazuje da u analiziranom razdoblju (1995-2007) ekonomska veličina nije bila znatnija prepreka u ostvarivanju financijske otvorenosti tranzicijskih zemalja. Stoga te varijable nisu ni uključene u prethodnu tablicu. Osim činjenice što se samo dvije zemlje uključene u model (Poljska i Rumunjska) mogu smatrati velikim ekonomijama, nedostatak kapitala i njegova viša granična produktivnost na tržištima Istočne Europe, zajedno s velikim mogućnostima ulaganja (privatizacija i sl.) znatno su pridonijeli ukupnoj financijskoj otvorenosti tranzicijskih zemalja. To objašnjava zašto su varijable kumulativnih prihoda od privatizacije i burzovne kapitalizacije ušle u model kao relevantne eksplanatorne varijable. Konačno, BDP po stanovniku nije ušao u regresijski model prije pete iteracije; neznatno je povećao kvalitetu modela i, suprotno očekivanjima, naznačio negativan utjecaj na financijsku otvorenost. Stoga bi moguće područje za buduća istraživanja bilo istraživanje načina na koji različiti stadiji gospodarskog razvoja utječu na stupanj i strukturu financijskog integriranja. Za to je potrebna analiza na nižem stupnju agregiranja podataka.

Tijekom svih iteracija sve varijable uključene u konačnu specifikaciju modela (6) pokazale su se statistički značajnima (dvosmjerni t-test), kao i cijeli model (F-test). Budući da prilagođeni koeficijent determinacije raste i u finalnoj se verziji modela približava razini od 70%, standardna greška procjene pada, pa se koeficijent varijacije smanjuje sa 0,22% (prva specifikacija) na 0,16% (finalna specifikacija). S obzirom na to da *Variance Inflation Factor* procijenjenih koeficijenata zadovoljava uvjet $VIF_i < 5$, može se reći da u modelu nema multikolinearnosti između regresorskih varijabli; χ^2 -test potvrđuje izostanak korelacije među nezavisnim varijablama.³⁰ U modelu nema heteroskedastičnosti za varijance reziduala jer su one normalno distribuirane, s očekivanom vrijednošću jednakom nuli i standardnom devijacijom koja se približava vrijednosti 1 (0,975).

³⁰ Tablična vrijednost χ^2 -testa (32,67) veća je od empirijske vrijednosti (0,809).

4. Zaključak

Liberalizacija i deregulacija financijskih tržišta, zajedno s inovativnim financijskim instrumentima, stvorile su goleme poslovne mogućnosti na međunarodnim financijskim tržištima koje su se istopile kada je “iluzija likvidnosti” nestala s prvim znacima krize potražnje. Prelijevanje financijske krize u one zemlje koje je nisu inicirale pokazuje kompleksnost međusobne ovisnosti integriranih financijskih tržišta i ekonomske globalizacije. Stoga neće biti lako naći pravu strategiju međunarodne financijske integracije za tranzicijske zemlje, bile one članice EU ili ne.

S teorijskog stajališta, Hrvatska u ovome trenutku ne bi mogla formirati optimalni valutni prostor s EU (iako ni EU trenutačno nije optimalni valutni prostor). Ako na trenutak zanemarimo fleksibilnost nadnica i fiskalni federalizam, preostaju dva važna činitelja za formiranje uspješne monetarne unije – integriranje tržišta proizvodnih faktora i trgovinska integracija. Za Hrvatsku važnost prvoga proizlazi iz nemogućnosti da se unaprijedi ovo drugo jer trgovina Hrvatske s EU konstantno bilježi relativno nizak udjel u ukupnoj razmjeni Hrvatske s inozemstvom.³¹ Stoga otvorenost i fleksibilnost financijskog tržišta postaju nužni preduvjeti za uspješno sudjelovanje Hrvatske u EMU, jer integrirana financijska tržišta omogućuju ublažavanje problema uzrokovanih asimetričnim šokovima u cijeloj monetarnoj integraciji. Financijsko integriranje još je važnije za zemlje koje imaju negativni razvojni jaz prema ostatku monetarne unije jer financijska liberalizacija omogućuje slobodan protok kapitala u skladu s načelom marginalne produktivnosti; na taj se način može potaknuti ekonomski rast čak i u onim zemljama ili regijama koje su najviše pogođene negativnim učincima eksterne krize. Kad je riječ o kriterijima iz Maastrichta, Hrvatska trenutačno ne ispunjava samo jedan od njih – stabilnost cijena, te ne sudjeluje u *mehanizmu deviznog tečaja II*. Javne financije za sada pokazuju znakove oporavka (iako s prilično lošim izgledima za 2009. i 2010), kamatne su stope niske i unatoč nesudjelovanju u *mehanizmu deviznog tečaja II*, raspon oscilacija domaće valute čak je uži od kriterija za ulazak u EMU.

Osnovno obilježje međunarodne financijske integriranosti Hrvatske i ostalih zemalja srednje i istočne Europe dinamičan je rast inozemne imovine i obveza, iako prema nešto različitoj strukturi od one razvijenih zemalja. Glavni čimbenici koji određuju rastuću financijsku globalizaciju tranzicijskih zemalja jesu trgovinska integracija, razvoj financijskog sektora i, posebno, formalni odnosi s EU. Ipak, dinamičniji rast stupnja financijske integriranosti, u usporedbi s rastom BDP-a, pokazuje nešto manju važnost opće razine ekonomske razvijenosti u objašnjavanju rastuće financijske globaliziranosti tranzicijskih ekonomija. S obzirom na teške posljedice što ih je aktualna financijska kriza uzrokovala u nekim zemljama, to zahtijeva procjenu eksterne ravnoteže, njezine dinamike i održivosti u srednjem roku kao najvažnijih činitelja koji bi mogli utjecati na intenzitet asimetričnih šokova.³² Osnovno obilježje vanjske ravnoteže Hrvatske – snažan rast deficita trgovine i tekućeg računa, kao i visok vanjski dug, doduše, uz solidnu međunarodnu likvidnost

³¹ Udjel EU-27 iznosi 63% (siječanj – kolovoz 2008) (DZS, 2009).

³² Hrvatska se uspješno oduprla financijskoj krizi (2008), zahvaljujući ponajprije odgovornoj monetarnoj politici. Ipak, slabi će indikatori solventnosti i dalje stvarati pritisak na tečajnu i monetarnu politiku. To će biti izraženije zbog pada međunarodnih tijekova kapitala i, kao posljedice toga, usporavanja gospodarskog rasta u cijelom svijetu.

– upućuju na visoku eksternu ranjivost hrvatskoga gospodarstva i potencijalno visoku osjetljivost na vanjske šokove, što bi moglo rezultirati ekonomskom stagnacijom ili čak recesijom. S obzirom na to da se u budućnosti ne može očekivati znatniji porast prihoda od usluga (turizam) bez dodatnih ulaganja, te da će daljnji priljev FDI-a u Hrvatsku biti više određen nedostatkom privatizacijskih projekta, nego povoljnom investicijskom klimom, te uzimajući u obzir visoki teret servisiranja vanjskog duga, može se prepoznati izrazita “napregnutost” eksterne pozicije Hrvatske. Recesija koja pogađa globalno gospodarstvo (uključujući i hrvatsko), prema predviđanjima će se nastaviti i u 2010, što aktualizira pitanje vremena ulaska u monetarnu integraciju. Zemlje koje se suočavaju s padajućim gospodarskim aktivnostima zasigurno nisu spremne oduprijeti se negativnim eksternim šokovima.

Konačno, razmatranja prednosti i nedostataka hrvatskog ulaska u EMU ne može proći bez osvrta na monetarnu politiku, koja je u ostvarivanju svog primarnog cilja – stabilnosti cijena, uvelike određena specifičnostima hrvatskoga gospodarstva. To se odnosi na “euroizaciju”, indeksiranje cijena prema deviznom tečaju i snažnu uvoznost hrvatskoga gospodarstva.³³ Zbog sličnosti u postavljenim ciljevima Hrvatska narodna banka provodi monetarnu politiku sličnu onoj Europske centralne banke, pri čemu specifična uloga deviznog tečaja zahtijeva od hrvatskih monetarnih vlasti izbjegavanje snažnijih oscilacija deviznog tečaja jer bi se one lako mogle “preliti” na domaću razinu cijena. Ipak, ulazak u europski monetarni sustav za Hrvatsku bi značio eliminiranje “eurizacije”, indeksacije cijena i mogućeg utjecaja promjena deviznog tečaja na domaće cijene, dok bi stabilnost cijena i dalje ostala primarni cilj monetarne politike. Zbog velikog dijela međunarodnih transakcija denominiranih u eurima, prihvaćanje eura za Hrvatsku bi značilo daljnje makroekonomske i mikroekonomske koristi. U tom bi slučaju tečajni i kreditni rizik bili znatno smanjeni, dok bi transparentni uvjeti poslovanja pridonijeli rastućim mogućnostima ulaganja, ekonomskom i poslovnom restrukturiranju te rastu trgovine s EU. Snažna međunarodna pozicija eura kao svjetske valute pozitivno bi se odrazila i na hrvatsko gospodarstvo, dok bi kredibilna politika Europske centralne banke te stabilni i snažni monetarni sustav mogli učinkovito zaštititi hrvatsko gospodarstvo od eventualnih špekulativnih napada i eksternih kriza. Ipak, nedovoljno ekonomsko restrukturiranje, barem u usporedbi s novim članicama EU, potencijalno izlaže hrvatsko gospodarstvo snažnim asimetričnim šokovima, što bi ujedno bio i glavni argument za oprezniji pristup ne samo monetarnome, već i ekonomskom integriranju općenito.

LITERATURA

Agénor, P.-R., 2003. “Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts”. *World Economy*, 26, 1089-1118.

Aizenman J. and Noy., I., 2004. “Endogenous financial and trade openness”. *NBER Working Paper*, No. 10496.

³³ O utjecaju kretanja deviznih tečajeva na domaće cijene v. Billmeier i Bonato, 2004. i Kraft, 2003.

Aizenman, J. and Noy, I., 2006. "FDI and trade - two-way linkages?". *Quarterly Review of Economics and Finance*, 46 (3), 317-337.

Alesina, A. and Barro, R. J., 2002. "Currency Unions". *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 409-436.

Angeloni, I., Flad, M. and Mongelli, F. P., 2005. "Economic and monetary Integration of the New Member States: Helping to Chart the Route". *ECB Occasional Paper Series*, No. 36.

Arestis, P., McCauley, K. and Sawyer, M., 2001. "An Alternative Stability Pact for the European Union". *Cambridge Journal of Economics*, 25 (1), 113-130.

Arnold, I. J. M. and Verhoef, B. A., 2004. "External Causes of Euro Zone Inflation Differentials: A Re-examination of the Evidence". *Intereconomics*, 39 (5), 254-263.

Baharumshah, A. Z., Lau, E. and Fountas, S., 2003. "On the sustainability of current account deficits: evidence from four ASEAN countries". *Journal of Asian Economics*, 14 (3), 465-487.

Bayne, N., 2008. "Financial Diplomacy and the Credit Crunch: The Rise of Central Banks". *Journal of International Affairs*, 62, 1-16.

Bekaert, G., Harvey, C. R. and Lundblad, C., 2006. "Growth volatility and financial liberalization". *Journal of International Money and Finance*, 25 (3), 370-403.

Billmeier, A. and Bonato, L., 2004. "Exchange rate pass-through and monetary policy in Croatia". *Journal of Comparative Economics*, 32 (3), 426-444.

BIS - Bank for International Settlements. <http://www.bis.org>.

Boreiko, D., 2003. "EMU and Accession countries: Fuzzy Cluster Analysis of Membership". *International Journal of Finance and Economics*, 8, 309-325.

Bussière, M. and Mulder, C., 1999. "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion". *IMF Working Paper*, No. 88.

Caserano, F., 2006. "Optimum Currency Areas: A Policy View". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 59, 317-332.

Cavallo, E. A. and Frankel, J. A., 2008. "Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops, or less? Using gravity to establish causality". *Journal of International Money and Finance*, 27 (8), 1430-1452.

Chari, V. V. and Kehoe, P. J., 2008. "Time Inconsistency and Free-Riding in a Monetary Union". *Journal of Money, Credit and Banking*, 40 (7), 1329-1355.

Chen, X. and Mills, T. C., 2009. "Evaluating growth cycle synchronisation in the EU". *Economic Modelling*, 26 (2), 342-351.

Chinn, M. D. and Ito, H., 2008. "A New Measure of Financial Openness". *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 10 (3), 309-322.

Cohen, B. J. and Subacchi, P., 2008. "A One-and-a-Half Currency System". *Journal of International Affairs*, 62, 151-163.

Cohen, B. J., 2003. "Are Monetary Unions Inevitable?". *International Studies Perspectives*, 4, 275-292.

Collignon, S., 2004. "Is Europe going far enough? Reflections on the EU's economic governance". *Journal of European Public Policy*, 11, 909-925.

Cooper, R. and Kempf, H., 2000. "Designing Stabilization Policy in a Monetary Union". *NBER Working Paper*, No. 7607.

Cooper, S., 2007. "Why doesn't regional monetary cooperation follow trade cooperation?". *Review of International Political Economy*, 14 (4), 626-652.

Corsetti, G. and Pansetti, P., 2002. "Self-Validating Optimum Currency Area". *NBER Working Paper*, No. 8783.

Cuculić, J., Faulend, M. i Šošić, V., 2004. "Fiskalni aspekti pridruživanja: Možemo li u Europsku Uniju s proračunskim deficitom?" u: K. Ott, ur. *Pridruživanje Hrvatske Europskoj Uniji: Izazovi institucionalnih prilagodbi*. Zagreb: Institut za javne financije, 49-77.

Daseking, C., 2002. "Debt: How Much Is Too Much?". *Finance & Development – a quarterly magazine of the IMF*, 39.

De Castro, V. M. A. and Soukiazis, E., 2003. "The Impact of the Maastricht Criteria and the Stability Pact on Growth and Unemployment in Europe". *CEUNEUROPE Discussion Paper*, No. 15.

De Grauwe, P., 1996. "The Economics of Convergence: Towards Monetary Union in Europe". *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123, 1-27.

DZS, 2009. *Mjesečno statističko izvješće*, br. 9 [online]. Dostupno na: [http://www.dzs.hr/Hrv_Eng/msi/2009/msi-2009_09.pdf].

EBRD, 2003. *Transition Report 2003: Integration and regional cooperation*. London: European Bank for Reconstruction and Development.

EBRD, 2007. *Transition Report 2007: Integration and regional cooperation*. London: European Bank for Reconstruction and Development.

EBRD, 2008. *Transition Report 2008: People in Transition*. London: European Bank for Reconstruction and Development.

ECB, 2000. *Statistical Treatment of the Eurosystem's International Reserves*. Frankfurt/Main: European Central Bank.

Edwards, S., 2001. "Does the current account matter?". *NBER Working Paper*, No. 8275.

Eichengreen, B., 2005. "Europe, the euro and the ECB: Monetary success, fiscal failure". *Journal of Policy Modelling*, 27 (4), 427-439.

EIZ, 2007. *Pristupanje Europskoj Uniji: očekivani ekonomski učinci*. Zagreb: Ekonomski institut Zagreb.

EUROSTAT – Statistical Office of the European Union. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

Feldstein, M. S., 2009. "Reflections on American's views of the euro ex ante". *NBER Working Paper*, No. 14696.

- Feldstein, M., 2005.** "The euro and the stability pact". *Journal of Policy Modelling*, 27, 421-426.
- Fidrmuc, J., 2004.** "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade, and EMU Enlargement". *Contemporary Economic Policy*, 22, 1-12.
- Frankel, J., Smit, B. and Sturzenegger, F., 2008.** "South Africa: Macroeconomic challenges after a decade of success". *Economics of Transition*, 16, 639-677.
- Freund, C., 2005.** "Current account adjustment in industrial countries". *Journal of International Money and Finance*, 24, 1278-1298.
- Fukayama, F., 2008.** "The Fall of America Inc." [online]. *Newsweek*, October 13. available from: [<http://www.newsweek.com/id/162401>].
- Ghosh, A. R., Ostry, J. D. and Tamirisa, N., 2009.** "Anticipating the Next Crisis What can early warning system be expected to deliver?". *Finance & Development a quarterly magazine of the IMF*, September.
- Gouveia, S. and Correia, L., 2008.** "Business cycle synchronisation in the Euro area: the case of small countries". *International Economics and Economic Policy*, 5 (1), 103-121.
- Grubel, H., 2005.** "Small country benefit from monetary union". *Journal of Policy Modelling*, 27 (4), 509-523.
- HNB – Hrvatska narodna banka.** <http://www.hnb.hr>.
- Hochreiter, E., Schmidt-Hebbel, K. and Winckler, G., 2002.** "Monetary union: European lessons, Latin American prospects". *North American Journal of Economics and Finance*, 13 (3), 297-321.
- Hodson, D. and Maher, I., 2004.** "Soft law and sanctions: economic policy co-ordination and reform of the Stability and Growth Pact". *Journal of European Public Policy*, 11 (5), 798-813.
- Hoffmann, M., 2007.** "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Evidence from Developing Countries". *Economica*, 74, 425-449.
- IMF, 2007.** *International Financial Statistics Yearbook 2007*. Washington: International Monetary Fund.
- IMF, 2008.** *International Financial Statistics Yearbook 2008*. Washington: International Monetary Fund.
- IMF, 2009.** *World Economic Outlook*. Washington: International Monetary Fund.
- Issing, O., 2005.** "The ECB and the euro – the first 6 years: A view from the ECB". *Journal of Policy Modelling*, 27 (4), 405-420.
- Kaminsky, G., Lizondo, S. and Reinhart, C. M., 1998.** "Leading Indicators of Currency Crisis". *IMF Staff Papers*, No. 45.
- Kraft, E., 2003.** "Monetary policy under dollarization: the case of Croatia". *Comparative Economic Studies*, 45 (3), 256-277.
- Lane, P. R. and Milesi-Feretti, G. M., 2008.** "The Drivers of Financial Globalization". *American Economic Review*, 98 (2), 327-332.

Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2007a. "Capital flows to central and Eastern Europe". *Emerging Market Review*, 8 (2), 106-123.

Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2007b. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004". *Journal of International Economics*, 73 (2), 223-250.

Lane, P. R. i Milesi-Ferretti, G. M., 2003. "International Financial Integration". *IMF Staff Papers*, 50, 82-113.

Loayaza, N. V. and Raddatz, C., 2007. "The Structural Determinants of External Vulnerability". *World Bank Economic Review*, 21, 359-387.

McKinnon, R., 1963. "Optimum Currency Areas". *American Economic Review*, 53, 717-725.

Miles, W., 2006. "One Continent, One Currency? Varieties of Common Currency Experience in Europe and Latin America". *Kyklos*, 59 (3), 411-426.

Milesi-Ferretti, G. M. and Razin, A., 1996. "Sustainability of persistent current account deficit". *NBER Working Paper*, No. 5467.

Ministarstvo financija, 2008. *Godišnje izvješće Ministarstva financija za 2007. godinu*. Zagreb: Ministarstvo financija.

Mundell, R. A., 1961. "A Theory of Optimum Currency Area". *American Economic Review*, 51, 657-665.

Mundell, R. A., 1997. "Currency Areas, Common Currencies, and EMU". *American Economic Review*, 87 (2), 214-216.

Nestić, D., 2004. "Konvergencija razina cijena: Hrvatska, tranzicijske zemlje i EU". *HNB Istraživanja*, br. 15.

Nesvetailova, A. and Palan, R., 2008. "A Very North Atlantic Credit Crunch: Geopolitical Implications of the Global Liquidity Crisis". *Journal of International Affairs*, 62, 165-185.

Pomfret, R., 2005. "Currency Areas in Theory and Practice". *Economic Record*, 81 (253), 166-176.

Rajan, R. G. and Zingales, L., 2003. "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century". *Journal of Financial Economics*, 69 (1), 5-50.

Rockoff, H., 2000. "How Long did it Take the United States to Become an Optimal Currency Area". *NBER Historical Paper*, No. 124.

Rose, A. K. and Engel, C., 2002. "Currency Unions and International Integration". *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (4), 1067-1089.

Temprano-Arroyo, H., 2003. "Prospects for Regional Monetary Integration in Latin America: A View from the EU". *Comparative Economic Studies*, 45, 384-420.

WIIW, 2006. *WIIW Handbook of Statistics 2006: Central, East and Southeast Europe*. Vienna: Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche.

WTO – World Trade Organization. <http://www.wto.org>.

Draž en Derado

**Financial Integration and Financial Crisis:
Croatia Approaching the Economic and Monetary Union**

Abstract

The breakdown of command economies has significantly increased growth potentials all over Europe and opened up prospects for economic development. Encouraged by that, the EU embarked on the process of deeper economic integration. Its main aspects – economic liberalization and monetary integration – coincided with the worldwide globalization of trade and capital flows. As a laggard country in the process of economic integration, Croatia is in a particularly difficult position – besides soaring trade deficit, it is highly indebted and strongly dependant upon foreign capital. Appreciating theoretical inferences and empirical evidence on monetary integration, while taking reference to the realized level of international financial integration and external vulnerability, the aim of the paper is to find out if Croatia fulfils the criteria for successful monetary integration.

Key words: optimum currency area, financial integration, external balance, EMU, Central and Eastern Europe.