

## IZAZOVI MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI: KOJOM BRZINOM U EUROPSKU UNIJU?

dr. sc. Dubravko MIHALJEK\*  
Bank for International Settlements, Basel

Izvorni znanstveni rad\*\*  
UDK 330.101.541  
JEL E52, E63

### *Sažetak*

*U ovom tekstu analiziraju se tri pitanja koja potencijalno mogu utjecati na makroekonomsku stabilnost Hrvatske i na brzinu njezina pristupa Europskoj uniji (EU): (1.) Može li se gospodarstvo nastaviti oslanjati na domaću potražnju kao na glavni izvor rasta ili je u srednjem roku nužno jače oslanjanje na izvoz? (2.) Je li deficit tekućeg računa platne bilance u Hrvatskoj "prevelik" i kako su se u prošlosti ispravljali veliki deficiti? (3.) Nosi li rast bankarskih kredita privatnom sektoru sjeme buduće makroekonomske nestabilnosti? U radu se iznose teze da su se nakon 2000. godine pojavili jasni znakovi zdravijeg rasta, te da će hrvatsko gospodarstvo bez većih teškoća smanjiti deficit tekuće bilance plaćanja nakon njegova povećanja u 2002. i u prvoj polovici 2003. godine. No postoje razlozi za zabrinutost zbog brzog rasta kredita privatnom sektoru jer se taj rast odnedavno uvelike financira vanjskim zaduženjem. Napokon, u radu se tvrdi da će glavni izazov makroekonomske politici tijekom približavanja Hrvatske EU biti kako "ukrotiti" veliki priljev kapitala. Nosioci ekonomske politike morat će se posebno pozabaviti tzv. dilemom Tošovskoga, tj. morat će odrediti domaće kamatne stope tako da ne budu ni previsoke (što bi dovelo do prevelikog priljeva kratkoročnog kapitala) ni preniske (što bi izazvalo prevelik rast investicija, kredita i inflacije). Drugim riječima, glavni izazov makroekonomske politici u procesu približavanja Hrvatske EU mogli bi biti znakovi uspjeha (u obliku priljeva kapitala), a ne neuspjeha (u obliku sporog rasta i platnobilančne krize).*

---

\* Kraća i manje tehnička verzija ovog rada objavljena je unutar istraživačkog projekta "Praćenje pridruživanja Hrvatske Europskoj uniji" koji financiraju i vode Institut za javne financije i Zaklada Friedrich Ebert. Autor iznosi vlastite stavove koji nisu nužno stavovi BIS-a i u ovom projektu sudjeluje kao samostalni istraživač, te zahvaljuje na korisnim komentarima Anti Čičin-Šainu, Andreji Mervar, Katarini Ott, Marini Kesner-Škreb, Sandri Švaljek i dvojici anonimnih recenzenta.

\*\* Prilježeno (Received): 17.9.2003.

Prihvaćeno (Accepted): 22.12.2003.

*Ključne riječi: hrvatsko gospodarstvo, proširenje Europske unije, zemlje u tranziciji, makroekonomska stabilnost, ekonomski rast, platna bilanca, bankarski krediti, ranjivost bankarskog sustava, kapitalni priljevi*

## **1. Uvod**

Mnogi hrvatski građani nadaju se da će Hrvatska postati članicom EU-a 2007. godine. Od veljače 2003. godine, kada je Vlada predala zahtjev za članstvom u EU, sposobnost da se ispune uvjeti EU-a postala je predmetom gotovo svakodnevnog preispitivanja u svim sferama ekonomskoga, socijalnog i političkog života u zemlji. U tom smislu obično se smatra da makroekonomska stabilnost nije poseban problem. Jedan od razloga takvog shvaćanja jest činjenica da makroekonomska stabilnost nije sama po sebi uvjet pristupanja EU: ključni je ekonomski kriterij funkcioniranje tržišnoga gospodarstva i sposobnost da se ono nosi s konkurentskim pritiscima i tržišnim snagama u Uniji. Kako pokazuje iskustvo Grčke, Irske, Portugala i Španjolske u vrijeme kada su one pristupale EU, ti se kriteriji mogu zadovoljiti bez posebno dojmljivih makroekonomskih rezultata. Drugi je razlog to što se makroekonomska stabilnost u Hrvatskoj već dulje vrijeme prihvaća kao više-manje neupitnom – niska inflacija, stabilan tečaj i solidna stopa ekonomskog rasta održavaju se još od kraja 1993. godine, bez obzira na značajne promjene u domaćemu i vanjskom okruženju.

Tijekom 2002. i prve polovice 2003. godine hrvatsko se gospodarstvo, međutim, počelo suočavati s nekim novim makroekonomskim izazovima. Ovaj rad analizira tri povezana pitanja: (1.) Može li se gospodarstvo nastaviti oslanjati na domaću potražnju kao na glavni izvor rasta ili je u srednjem roku nužno jače oslanjanje na izvoz? (2.) Je li deficit tekućeg računa platne bilance u Hrvatskoj “prevelik” i kako su se u prošlosti ispravljali visoki deficiti? (3.) Nosi li rast bankarskih kredita privatnom sektoru sjeme buduće makroekonomske nestabilnosti? Odgovori na ta pitanja mogu bitno utjecati na brzinu pristupanja Hrvatske EU. Spoznaja da gospodarstvo može brzo i bez štetnih posljedica smanjiti visok vanjski deficit ojačat će pouzdanje u sposobnost održavanja brzog rasta u srednjem roku i time olakšati napore za članstvom u EU. Osim toga, spoznaja da se gospodarstvo sporo ili nepotpuno prilagođava vanjskoj neravnoteži može značiti da se neravnoteže gomilaju i da će se morati razriješiti u krizi koja bi gospodarstvo skupo koštala i mogla bi odgoditi pristupanje Hrvatske EU.

Glavna poruka ovog rada jest da postoje razlozi za umjereni optimizam u smislu održavanja makroekonomske stabilnosti. Posljednjih godina počele su se pojavljivati naznake zdravijeg rasta (v. pogl. 2). Suprotno uvriježenom mišljenju, uloga osobne potrošnje kao izvora rasta nije se posljednjih godina znatnije povećala, a udio potrošnje u BDP-u još nije dosegao razinu koja se smatra normalnom za stupanj ekonomskog razvoja na kojemu se Hrvatska nalazi. No još je važnije da su investicije ojačale, a njihova se struktura poboljšala, dok javna potrošnja više nije glavni izvor rasta. Na vanjskotrgovinskom polju postoji značajan prostor za jači i ciklički stabilniji doprinos izvoza rastu. No pregled iskustava zemalja koje su primjenjivale strategije izvozno usmjerenog rasta govori protiv jake državne intervencije u poticanju izabranih izvoznih

industrija. Ta iskustva također upućuju na ključnu ulogu jake domaće konkurencije i dobrih gospodarskih institucija u cilju postizanja dugoročno održivog rasta.

Ako prihvatimo tezu da izvoz ne treba nužno biti glavni izvor rasta u dugom roku i da snažan doprinos domaće potražnje ima bitno značenje, postavlja se pitanje kako se gospodarstvo prilagođava povremenim neravnotežama između domaćih i vanjskih izvora rasta. U poglavlju 3. proučavaju se epizode prilagođavanja tekućeg računa platne bilance i pokazuje se da je Hrvatska u prošlosti uspijevala relativno brzo preusmjeriti visoke vanjske deficite. To daje određenu nadu da će se visoki vanjski deficiti iz 2002. i prve polovice 2003. godine smanjiti bez većih poremećaja, tj. usporavanjem rasta osobne potrošnje, uvoza i investicija s jedne strane, te povećanjem izvoza s druge strane.

Zaključak u poglavlju 4, u kojemu se analizira brzi rast bankarskih kredita u posljednje tri godine, mnogo je oprezniji. Rast kredita tijekom 2001. i 2002. godine nadmašio je uobičajeni prag "sigurne" ekspanzije kreditiranja privatnog sektora. Još više zabrinjava to što je kreditna ekspanzija od početka 2002. godine gotovo u cijelosti financirana inozemnim zaduživanjem, čime je povećana ukupna vanjska zaduženost i ranjivost bankarskog sektora, bez obzira na to što su prudencijski indikatori bankarskog sektora zasada relativno povoljni.

U zaključnome, petom, poglavlju razrađuju se neki izazovi makroekonomske politike o kojima se danas u Hrvatskoj malo raspravlja. Na temelju iskustava drugih zemalja kandidatkinja iznosi se teza da će glavni makroekonomski izazov pridruživanju Hrvatske EU biti upravljanje velikim kapitalnim priljevima. Takvi priljevi dovode monetarnu politiku u osnovnu dilemu: kako odrediti razinu domaćih kamatnih stopa tako da ne budu ni previsoke (što bi dovelo do prevelikog priljeva kratkoročnog kapitala) ni preniske (što bi rezultiralo prevelikim rastom investicija, kredita i inflacije). Iako na tu dilemu nema jednoznačnog odgovora, što su nosioci ekonomske politike bolje upoznati s iskustvima drugih zemalja, to su veći izgledi da snažni priljevi kapitala neće biti glasnik nestabilnosti nego znak uspjeha hrvatskoga gospodarstva u pridruživanju EU.

## 2. Izvori rasta: domaća potražnja ili izvoz?

Kako je tekao rast u Hrvatskoj u proteklim godinama? Je li, kako mnogi kritičari tvrde, gospodarski rast bio žrtvovan u ime niske inflacije i stabilnog tečaja? Je li posljednjih godina *kvaliteta* rasta bila žrtvovana radi privremenog porasta *stope* rasta BDP-a "bumom" osobne potrošnje i javnih investicija? Ili je ekonomski rast u prethodnim godinama postao održiviji?

### *Znakovi zdravijeg rasta nakon 2000. godine*

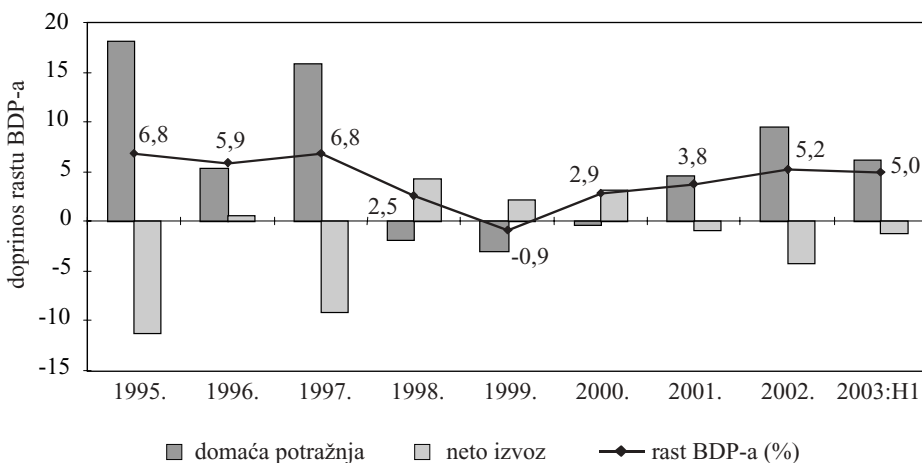
Pri analizi izvora rasta uobičajeno je proučiti doprinosu rastu BDP-a, a ne stope rasta različitih komponenti BDP-a (v. sl. 1).<sup>1</sup> Za analizu izabrano je razdoblje od 1995. do pr-

---

<sup>1</sup> Na primjer, doprinosi domaće potražnje izračunava se kao  $(DDt - DDt-1)/Yt-1$ , gdje je  $DDt$  zbroj privatne i državne potrošnje i fiksnih investicija u godini  $t$ , a  $Y$  je bruto domaći proizvod. Prema definiciji, zbroj doprinosa pojedinih komponenti BDP-a jednak je stopi rasta BDP-a.

ve polovice 2003. godine jer su raniji podaci znatno iskrivljeni zbog Domovinskog rata (koji je djelomično utjecao i na podatke za 1995. godinu) i početnih faza ekonomske transformacije. Prosječna godišnja stopa rasta u tom razdoblju bila je 4,2%. Slika 1. navodi na tri zaključka.

Slika 1. Izvori rasta BDP-a od 1995. do prve polovice 2003. (postotni bodovi)



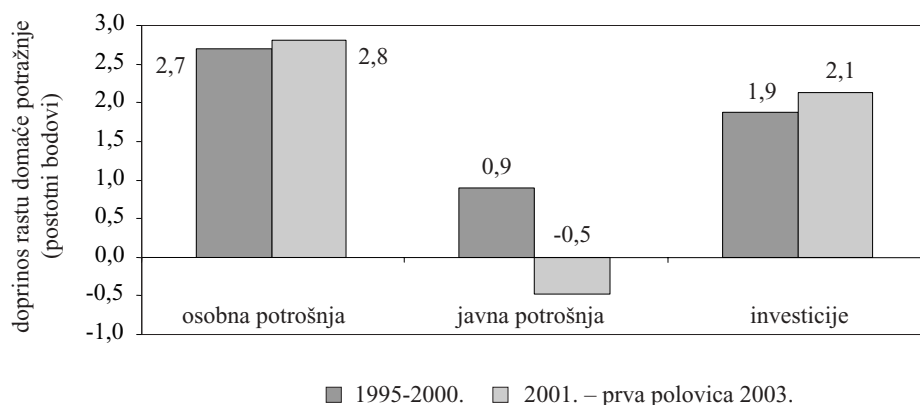
Izvori: Državni zavod za statistiku; autorov izračun

- Glavni izvor rasta od 1995. godine bila je domaća potražnja. Zbog slabog rasta izvoza u odnosu prema uvozu, doprinos vanjskog sektora (mjereno neto izvozom, tj. izvozom umanjnim za uvoz roba i usluga) bio je u tom razdoblju u prosjeku negativan. Vanjski sektor bio je važniji izvor rasta od domaće potražnje samo u razdoblju niskog rasta BDP-a od 1998. do 2000. godine. No osim u 2000. godini, neto izvoz dao je pozitivan doprinos rastu zbog smanjivanja uvoza, a ne zbog ekspanzije izvoza.
- U 1995. i 1997. godini izvori rasta očito su bili neuravnoteženi. No u oba primjera određena je ravnoteža uspostavljena već sljedeće godine (v. pogl. 3). Kretanje domaće potražnje u te dvije godine nije, međutim, indikativno za kasnija razdoblja. Razlog tomu je činjenica da su glavni poticaj domaćoj potražnji tih godina dali poslijeratni oporavak osobne potrošnje i ulaganja u obnovu. To ne iznenađuje s obzirom na to da je između 1991. i 1994. godine osobna potrošnja u realnom iznosu pala 8%, a investicije 6,5%.
- U 2002. i prvoj polovici 2003. godine ponovno je došlo do neravnoteže između domaćih i vanjskih izvora rasta, iako u manjem opsegu nego 1995. i 1997. godine. Relevantno pitanje u ovom trenutku jest, dakle, koliko će se usporiti rast domaće potražnje i smanjiti deficit platne bilance do kraja 2003. godine i tijekom 2004. godine. Prethodni podaci za treće tromjesečje 2003. godine i tekuće projekcije za ci-

jelu godinu pokazuju da je prilagodba već u tijeku (v. pogl. 3), pa treba vidjeti kako će se ona nastaviti.

Da bi se moglo bolje proniknuti u pitanje održivosti ekonomskog rasta, na slici 2. prikazani su izvori rasta domaće potražnje. Mogu se jasno primijetiti promjene u izvorima rasta u razdoblju 1995-2000. godine, te u razdoblju nakon 2001. godine. Dok je uloga osobne potrošnje kao izvora rasta prosječno ostala manje-više nepromijenjena, uloga javne potrošnje u poticanju rasta znatno se smanjila nakon 2001. godine. Druga je pozitivna promjena snažan oporavak investicija nakon 2001. godine, posebno nakon negativnog doprinosa rastu BDP-a 1999. i 2000. godine.

Slika 2. Promjene u izvorima rasta domaće potražnje (prosjeci za razdoblja)

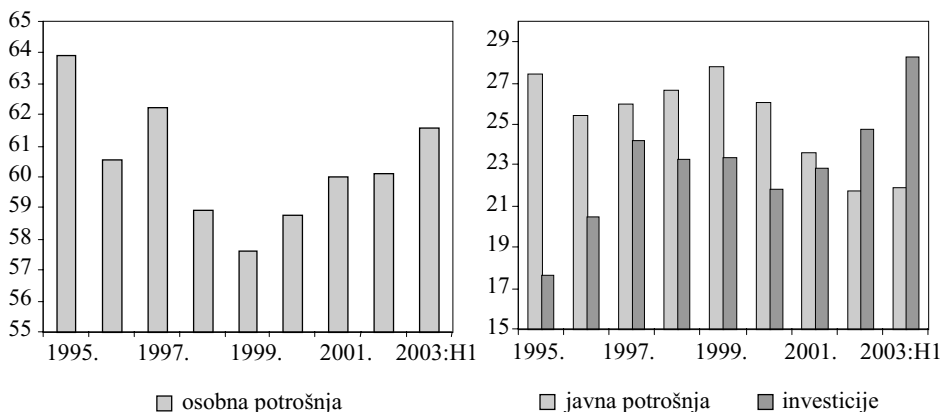


Izvori: Državni zavod za statistiku; autorov izračun

Promjene udjela komponenti agregatne potražnje u BDP-u također upućuju na zaključak da je ekonomski rast u proteklih nekoliko godina postao održiviji. Slika 3. (lijevi dio) pokazuje da povećanje udjela osobne potrošnje u BDP-u nakon 2000. godine odražava oporavak nakon velikog pada tog udjela između 1997. i 1999. godine. Zapravo, udio osobne potrošnje u prvoj polovici 2003. godine (oko 61% BDP-a) bio je niži nego li 1995. godine (64% BDP-a). Za usporedbu, prosječni udio osobne potrošnje u BDP-u u 23 najveće zemlje s tržištima u nastajanju tijekom 1980-2002. godine bio je 73% (u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj, od 71-75%). Dakle, može se tvrditi da osobna potrošnja tek treba dosegnuti razinu koja je normalna za stupanj ekonomskog razvoja na kojemu se Hrvatska trenutačno nalazi. Slika 3. također jasno pokazuje da je nakon 1999. godine naglo pao udio javne potrošnje u BDP-u, te da je je udio investicija znatno porastao.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Udio državne potrošnje u BDP-u (22% u 2002. godini) manji je od udjela rashoda opće države u BDP-u (50%), jer posljednji obuhvaća i preraspodjelu putem sustava mirovina i socijalne sigurnosti (koja je u nacionalnim računima uvrštena u privatnu potrošnju) i javne investicije (koje su uključene u formiranje bruto fiksnog kapitala).

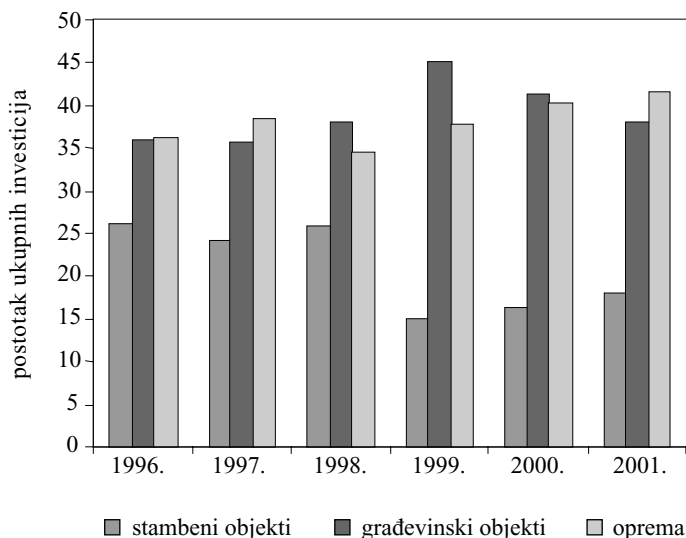
Slika 3. Udjeli potrošnje i investicija u BDP-u, od 1995. do prve polovice 2003. (postotak BDP-a)



Izvor: Državni zavod za statistiku

Promjene u strukturi investicija također su ohrabrujuće. Između 1996. i 2001. godine udio privatnih investicija u ukupnima povećao se sa 72 na 77%, dok je udio javnih investicija pao. Nadalje, povećao se udio opreme, a pao udio građevinskih objekata u ukup-

Slika 4. Sastav investicija, 1996-2001.

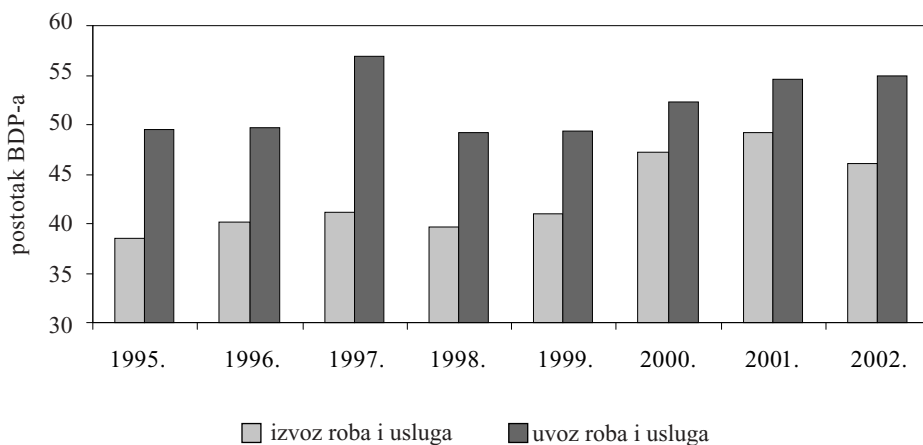


Izvor: Državni zavod za statistiku

nim investicijama, što upućuje na zaokret prema strukturi investicija koja u dugom roku osigurava brži rast produktivnosti (sl. 4). Udio investicija u Hrvatskoj (oko 25% BDP-a 2002. godine) jednak je prosjeku 23 najveće zemlje s tržištima u nastajanju između 1994. i 2002. godine, no niži je od onoga u naprednijim tranzicijskim zemljama i novim tržišnim privredama, gdje investicije čine 28-33% BDP-a. Dakle, može se očekivati da će se tijekom daljnjeg razvoja stopa investiranja u Hrvatskoj povećati, a ne smanjiti.

U svezi s vanjskim sektorom, treba naglasiti tri točke. Prvo, posljednjih je godina udio izvoza u BDP-u uvelike porastao, tj. s manje od 40% u 1998. godini do 46% u 2002. godini (sl. 5). Kako je hrvatski izvoz snažno koreliran s uvozom, porastao je i udio ukupnog uvoza, no manje od ukupnog izvoza. Drugo, nakon 2001. godine izvoz usluga nadmašio je izvoz roba. Dakle, analize koje se bave samo izvozom roba, koji od 1995. godine stagnira na oko 4,5 milijardi dolara godišnje, zanemaruju mnogo dinamičniju komponentu ukupnoga hrvatskog izvoza, a to su usluge. Treće, uvoz u 2003. godini nije porastao zbog većeg uvoza potrošnih dobara već zbog velikog porasta uvoza reprod materijala i kapitalnih dobara za potrebe investicijskih projekata privatnoga i javnog sektora.

Slika 5. Izvoz i uvoz roba i usluga, 1995-2002.



Izvor: Državni zavod za statistiku

Zaključujemo da novija makroekonomska kretanja upućuju na nekoliko naznaka zdravijeg rasta nakon 2000. godine. Posebno valja istaknuti poboljšanje strukture domaće potražnje. Ako se ti trendovi nastave, struktura ekonomskog rasta trajno će se poboljšati. No ne treba zaboraviti da su kretanja domaćih i vanjskih izvora rasta u Hrvatskoj naglašeno ciklična. Tako nakon brzog rasta domaće potražnje i pogoršanja neto izvoza slijedi razdoblje snažne kontrakcije (ili sporijeg rasta) domaće potražnje i poboljšanja neto izvoza. Takva su kretanja tipična za nove tržišne privrede, a zamjetna su i u zem-

ljama koje se pridružuju EU: u središnjoj je Europi od 2001. izražen pomak ka rastu zasnovanome na domaćoj potražnji, djelomično zbog stagnacije izvoznog tržišta EU-a (v. pogl. III. u BIS, 2003).

*Je li Hrvatskoj potrebna strategija rasta zasnovana na izvozu?*

Usprkos naznakama da se ekonomski rast u Hrvatskoj posljednjih godina utemeljuje na zdravijim osnovama, valja se upitati može li se većim oslanjanjem na izvoz rast u srednjem roku ubrzati. To je pitanje značajno i za ostale zemlje u središnjoj i istočnoj Europi. Uz relativno nisku inflaciju, snažniji rast i skoro pristupanje EU, glavni izazov za ekonomsku politiku postala je potreba da se razvije gospodarsko i institucionalno okruženje koje će olakšati brže dostizanje zemalja EU-a. S tim u vezi, veliko su zanimanje pobudila iskustva azijskih izvozno orijentiranih privreda poput Japana, Južne Koreje, Malezije, Singapura, Tajlanda i Tajvana, koje su u proteklih 40 godina zabilježile visoke stope ekonomskog rasta. Nasuprot uvriježenom shvaćanju, novija istraživanja razvojnih iskustava tih zemalja dovode u pitanje koristi od strategija rasta zasnovanih na izvozu. Štoviše, postoje opravdane sumnje u primjenjivost azijskih iskustava na gospodarstva središnje i istočne Europe. Pet razloga govori u prilog tome.

- Empirijska istraživanja o pozitivnoj vezi između izvoza i ekonomskog rasta pokazuju da je ta veza slaba. Medina-Smith (2001) izradio je za potrebe Konferencije Ujedinjenih naroda o trgovini i razvoju (UNCTAD) pregled 42 empirijska istraživanja o izvozu i rastu koja su objavljena od kasnih 1960-ih godina. On zaključuje kako najnoviji ekonometrijski rezultati ne podržavaju tezu da izvoz dovodi do rasta, kao što su mnogi ekonomisti donedavno vjerovali, a što su prijašnje empirijske studije i pokrepljivale. Na primjer, unutarnji čimbenici – posebno snažna domaća konkurencija – bili su za japanski ekonomski uspjeh nakon Drugoga svjetskog rata mnogo značajniji od vanjske razmjene (Boltho, 1996).
- U većini istraživanja koja upućuju na pozitivnu vezu izvoza i rasta koristili su se podaci za velik broj zemalja s heterogenim privrednim strukturama i ekonometrijske metode koje zanemaruju razlike između pojedinih zemalja. Takav panelski pristup ne može objasniti učinke različitih strategija vanjske trgovine i izvoznog sektora općenito na rast BDP-a. Suprotno tome, istraživanja pojedinih industrijskih zemalja i novija istraživanja zemalja u razvoju zasnovana na ekonometrijskim metodama kointegracije, zasada nisu uspjela pokazati postojanje čvrste dugoročne veze između izvoza i rasta (v. npr. Islam, 1998; Kugler, 1991).
- Korisne pouke azijskog iskustva koje se mogu primijeniti na zemlje kandidatkinje za pristupanje EU nisu one o subvencijama izvoznim industrijama, što se obično – nažalost, sasvim pogrešno – ističe u javnim raspravama o izvozu i rastu. Zapravo, korisna su iskustva prije zdravorazumska i “dosadna”: važnost zdrave makroekonomske politike i snažne domaće konkurencije, otvoren trgovinski režim i javna potpora razvoju trgovinske infrastrukture u područjima kao što su financiranje izvoznih poslova, osiguranje od rizika povezanih s izvozom, istraživanje tržišta za potrebe malih i srednje velikih poduzeća, širenje informacija o mogućnostima na



inozemnim tržištima, i osposobljavanje i obrazovanje kadrova za izvozne djelatnosti i za prihvaćanje novih tehnologija (Kokko, 2003).

- Snažna državna intervencija u izvoznom sektoru nipošto nije primjer koji treba slijediti, već je najvažnija negativna pouka koju treba naučiti iz azijskog iskustva. Programi selektivnog poticanja izvoza velikih razmjera bili su vrlo skupi za ukupni ekonomski rast i efikasnost privrede. Uprave poduzeća u subvencioniranim industrijama često su tumačile te programe kao znak da tržišne cijene i kratkoročni nominalni profiti nisu važni. Moralni hazard povezan s takvim tumačenjima doveo je do preriskantnih investicija, što je rezultiralo viškom ponude i pritiskom na snižavanje cijena. Uz to, sektori koji nisu bili podupirani bili su suočeni s većim poreznim teretom i istiskivanjem s tržišta kredita. Sve to dodatno se zakompliciralo kada su vlade financirale promotivne mjere inozemnim zaduživanjem.
- Važno je također naglasiti da su nakon azijske krize 1997-1998. godine nove tržišne privrede u Aziji počele napuštati oslanjanje na izvoz i okretati se domaćoj potražnji kao mnogo stabilnijem dugoročnom izvoru rasta. Jedan od razloga tog zaokreta bila je činjenica da su širenjem kapaciteta izvoznih industrija i zanemarivanjem sektora koji proizvode za domaće tržište te zemlje postale previše ovisne o inozemnoj potražnji i počele su osjećati negativne posljedice neefikasnosti na domaćem tržištu. Kriza je također iznijela na vidjelo neke slabosti izvožno usmjerenog modela koje su dugo vremena bile zanemarivane, poput toleriranja financijske represije i netransparentnoga poslovnog upravljanja (Asian Development Bank, 1998).

Kakve su implikacije tih nalaza za aktualnu raspravu o izvozu i rastu u Hrvatskoj?

Prvo, iako se čini da su koristi i primjenjivost izvožno usmjerene strategije rasta mnogo manji nego što se donedavno smatralo, ne treba brzati sa zaključkom da je matrica rasta uspostavljena posljednjih desetak godina u Hrvatskoj zadovoljavajuća. Kao što je već navedeno, promjene domaće potražnje i neto izvoza u Hrvatskoj vrlo su nagle i velike. Tako naglašena cikličnost, iako je oznaka većine zemalja s tržištima u nastajanju, ne jamči da će brzi rast ostvaren u jednoj godini biti održan u duljem razdoblju.

Drugo, kao što je navedeno u Mihaljek (2003), problem održivosti tekućeg računa platne bilance u dugom roku nije prevelika osobna potrošnja nego preveliko oslanjanje hrvatskoga gospodarstva na uvoz različitih intermedijarnih proizvoda za potrebe industrije i uslužnih djelatnosti. Nakon 1994. godine u strukturi hrvatskog uvoza sirovine i reprodukcijски proizvodi čine polovicu ukupnog uvoza (od čega je udio uvoza energije oko 15%), investicijska dobra oko 30%, a dobra za osobnu potrošnju umjerenih 20%. Kako su glavni proizvođači reprodukcijских dobara obično mala i srednja poduzeća, najčešće u suradnji s inozemnim partnerima, proizlazi da su brži razvoj sektora malih i srednjih poduzeća i prihvaćanje načela specijalizacije i globalizacije proizvodnje nužni za postizanje dugoročno održivog rasta.

Treće, umjesto da se pokušava razraditi neka sveobuhvatna izvozna strategija ili industrijska politika, za zdrav ekonomski razvoj bilo bi mnogo važnije poticati domaću konkurenciju i tradicionalnu, tj. ograničenu ekonomsku ulogu države. Ta se uloga prije svega ogleda u efikasnom zakonodavnom i sudskom sustavu te transparentnom nadzoru tržišnog natjecanja, u solidnoj privrednoj infrastrukturi, modernom obrazovnom su-

stavu i pružanju socijalne zaštite onim segmentima stanovništva koji se ne mogu osloniti na tržište ili im takvo oslanjanje ne osigurava društveno prihvatljiv životni standard. Nadalje, kao što je već naznačeno, važna je uloga javnog sektora u razvoju vanjskotrgovinske infrastrukture, posebno u poboljšanju pristupa malih i srednjih poduzeća međunarodnim tržištima. Sudeći prema iskustvima zemalja članica EU-a i uspješnih tranzicijskih gospodarstava, upravo bi takva razvojna orijentacija najviše pomogla razvoju izvoznih industrija i ujedno pridonijela naporima Hrvatske u približavanju EU.

### **3. Prilagođava li se gospodarstvo deficitu tekućeg računa platne bilance?**

Jesu li razina i promjenjivost deficita tekućeg računa platne bilance u Hrvatskoj preveliki? Stajališta ekonomista i nosilaca ekonomske politike o neravnoteži platne bilance dosta su se mijenjali posljednjih 25 godina. Trenutačno ne postoji konsenzus ni o kritičnoj veličini deficita ni o njegovoj korisnosti kao pokazatelju potencijalnih kriza devizne likvidnosti. Neko se vrijeme smatralo da deficit tekućeg računa platne bilance nije važan ako odražava isključivo deficite privatnog sektora, tj. ako javni sektor uredno pokriva svoje financijske obveze. No to mišljenje (poznato kao Lawsonova doktrina) odbačeno je nakon azijske financijske krize 1997-1998. godine, kada je javni sektor bio u ravnoteži, ali je zbog visoke vanjske zaduženosti privatnog sektora svejedno došlo do krize.

Danas neki ekonomisti smatraju da deficit tekućeg računa, kada dosegne određenu kritičnu razinu, postaje razlog za zabrinutost bez obzira na to je li njegov domaći pandan deficit javnoga ili privatnog sektora. Drugi smatraju da deficit može narasti i iznad takve "kritične" razine a da ne dođe do poremećaja. No teško je predvidjeti kada će i na kojoj razini deficit ipak postati "prevelik", tj. kada će doći do krize devizne likvidnosti. To uvelike ovisi o stajalištima ulagača u vrijednosne papire kojima se deficit financira. Na njihova shvaćanja utječu pak brojni činioci, a mnogi od njih izvan su kontrole privrednih subjekata u zemlji s deficitom.

Većina zemalja središnje i istočne Europe ostvaruje velike deficite tekućeg računa platne bilance još od početka tranzicije. Ti se deficiti mogu i očekivati u zemljama u procesu dostizanja razvijenih zemalja jer su domaće investicije u takvim zemljama obično veće od domaće štednje. U dvanaest zemalja prikazanih u tablici 1. deficit tekućeg računa platne bilance u razdoblju od 1994. do 2002. godine prosječno je iznosio 4,5% BDP-a. Hrvatska je imala nešto veći deficit (5% BDP-a) i veću varijabilnost deficita od regionalnog prosjeka. Najveći deficit imale su baltičke zemlje, u prosjeku gotovo 7% BDP-a. Nasuprot tome, platna bilanca Slovenije bila je uglavnom uravnotežena.

Priljev inozemnih izravnih ulaganja pokrivao je u središnjoj i istočnoj Europi prosječno 90% deficita tekućeg računa platne bilance (u Hrvatskoj 70%). Privatizacija je značajan učinak na veličinu i promjenjivost tih priljeva. Ipak, u većini zemalja, uključivši i Hrvatsku, priljevi inozemnih izravnih ulaganja bili su mnogo stabilniji negoli neravnoteže tekućeg računa platne bilance. Posebno uspješne u privlačenju inozemnih izravnih ulaganja bile su Bugarska, Češka i Latvija. Slovačka je kasno započela privatizaciju i privlačenje inozemnih ulaganja, no sada ubrzano dostiže druge zemlje. Promatramo li razdoblje od 1994. do 2002. godine, utvrdit ćemo da su neto priljevi inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatskoj bili ispod prosjeka regije. Međutim, u razdoblju od 1999.

do 2002. godine ti su priljevi povećani znatno iznad regionalnog prosjeka, tj. na 5,5% BDP-a godišnje. Slovenija se za financiranje investicija ponajprije oslanjala na poticanje domaće štednje. Zbog toga je u Sloveniji relativno malo poduzeća u stranom vlasništvu i priljevi inozemnih ulaganja bili su skromni.

Činjenica da hrvatsko gospodarstvo bilježi velike deficite tekućeg računa platne bilance, prema tome, nije sama po sebi glavna slabost. Pitanje je prije svega kako se gospodarstvo prilagođava kada deficit koji je u nekom razdoblju “previše” narastao treba potom smanjiti. Da bi se odgovorilo na to pitanje, hrvatsko je iskustvo uspoređeno s promjenama trenda tekućeg računa platne bilance (tzv. *current account reversal*) na uzorku od 31 nove tržišne privrede u razdoblju od 1995. do 2002. godine.<sup>3</sup>

Tablica 1. Deficit tekućeg računa platne bilance i priljevi inozemnih izravnih ulaganja<sup>1</sup>

Zemlje	Deficit tekućeg računa platne bilance		Neto priljevi izravnih inozemnih ulaganja		Deficit/Neto priljevi izravnih inozemnih ulaganja
	Prosjeak	Std. dev.	Prosjeak	Std. dev.	
	Postoci BDP-a				Omjer
Bugarska	-2,2	3,7	4,0	2,6	1,80
Češka	-3,8	2,4	6,7	4,2	1,75
Estonija	-6,8	2,8	5,5	3,1	0,80
Hrvatska	-5,1	4,7	3,6	2,7	0,70
Mađarska	-4,5	2,3	4,0	2,5	0,90
Latvija	-5,7	5,2	6,2	2,1	1,10
Litva	-8,0	3,3	3,7	2,5	0,45
Poljska	-3,9	2,7	3,5	1,2	0,90
Rumunjska	-5,0	1,8	2,5	1,3	0,50
Slovačka	-5,5	4,9	3,4	3,2	0,60
Slovenija	-0,1	2,3	2,2	2,8	5,00
SR Jugoslavija <sup>2</sup>	-6,4	3,3	1,5	1,5	0,24
Prosjeak	-4,6	3,3	3,9	2,5	0,90 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Godišnji podaci, prosjeak za razdoblje od 1994. do 2002. godine.

<sup>2</sup> Podaci za 1996-2002.

<sup>3</sup> Osim Slovenije.

Izvori: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, prosinac 2002; UN Economic Commission for Europe; OECD Economic Outlook; autorov izračun

Prema Edwardsu (2001), promjena trenda definira se kao smanjenje deficita od tri ili više posto BDP-a u jednoj godini. Prema toj definiciji, od 28 promjena trenda tekućeg računa polovica se odnosi na zemlje središnje i istočne Europe (v. tabl. A u dodatku). Prosječna frekvencija promjene trenda (broj promjena trenda podijeljen ukupnim

<sup>3</sup> Obuhvaćeno je deset azijskih gospodarstava (Kina, Hong Kong, Indija, Indonezija, Koreja, Malezija, Filipini, Singapur, Tajvan i Tajland), sedam iz Latinske Amerike (Argentina, Brazil, Čile, Kolumbija, Meksiko, Peru i Venezuela), Južnoafrička Republika i 13 gospodarstava iz srednje i istočne Europe (Bugarska, Hrvatska, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Poljska, Rumunjska, Rusija, Slovačka, Slovenija i Turska). Tablica A u dodatku sadržava cjelokupnu bazu podataka.

brojem opažanja) bila je oko 11%. Prosječna promjena trenda bila je vrlo velika, gotovo 6% BDP-a u jednoj godini, a prethodio joj je gotovo jednak deficit tekućeg računa (tabl. 2). Oko 60% promjena trenda zbiljo se tijekom azijske i ruske krize u razdoblju 1997-1999. godine. Promjene trenda u Aziji bile su u prosjeku 1,5% BDP-a veće nego li one u središnjoj i istočnoj Europi, što odražava veću otvorenost azijskih gospodarstava. Prosječna veličina promjene trenda u Hrvatskoj bila je gotovo jednaka onoj u središnjoj i istočnoj Europi (5,25% BDP-a), no deficit tekućeg računa platne bilance godinu dana prije promjene trenda bio je u prosjeku mnogo veći (10% BDP-a).

U Hrvatskoj je do promjene trenda tekućeg računa platne bilance došlo u 1998. i 2000. godini. U 1998. promjena trenda bila je povezana s velikim padom proizvodnje - rast BDP-a smanjen je za 4,3 postotna boda (tabl. 2). No promjena trenda 2000. godine postignuta je bez gubitka društvenog proizvoda - stopa rasta povećala se te godine za 3,7 postotna boda. Razlozi tako različitih prilagodbi domaće su i inozemne prirode.

Tablica 2. Prilagodba promjeni trenda platne bilance<sup>1</sup>

	$\Delta(CA/Y)$	$\Delta(\Delta Y/Y)$	$\Delta(I/Y)$	$\Delta X$	$\Delta M$	$\Delta ER$	$\Delta(B/Y)$	$CA/Y_{-1}$	$B/Y_{-1}$
	Postotni bodovi			%	%	Postotni bodovi	%	%	
31 nova tržišta									
privreda	5,8	-3,9	-2,9	6,8	-12,0	-16,2	-1,2	-5,7	-3,2
Azija	6,8	-8,5	-3,5	1,7	-19,1	-17,5	-2,7	-3,2	0,2
Latinska Amerika	5,7	-4,6	-3,8	7,0	-19,6	-17,4	-0,3	-4,7	-3,4
Središnja i istočna									
Europa	5,3	-1,2	-2,2	9,2	-4,7	-15,0	-0,9	-7,4	-4,9
Hrvatska (1998)	5,8	-4,3	-0,9	1,8	-8,0	-3,9	-0,8	-12,5	-2,2
Hrvatska (2000)	4,6	3,7	-1,5	4,0	1,1	0,0	-4,4	-7,0	-7,4

<sup>1</sup> Jednostavni prosjek za zemlje iz uzorka/regije. Svi podaci odnose se na godinu u kojoj se promijenio trend tekućeg računa platne bilance (u slučaju izvoza, prosjek za godinu promjene trenda i sljedeću godinu).

Oznake:  $\Delta CA/Y$  – promjena deficita tekućeg računa platne bilance u postotku BDP-a;  $\Delta(\Delta Y/Y)$  – promjena stope rasta BDP-a;  $\Delta(I/Y)$  – promjena udjela investicija u BDP-u;  $\Delta X$  – promjena dolarske vrijednosti izvoza roba (kao proksi za promjenu obujma);  $\Delta M$  – promjena dolarske vrijednosti uvoza roba (kao proksi za promjenu obujma);  $\Delta ER$  – promjena nominalnoga efektivnog tečaja;  $\Delta B/Y$  – omjer promjene proračunskog deficita/BDP;  $CA/Y-1$  – deficit tekućeg računa platne bilance/BDP-a jednu godinu prije promjene trenda;  $B/Y-1$  – proračunski deficit/BDP jednu godinu prije promjene trenda.

Izvori: BIS (2003); IMF (2003); JP Morgan; nacionalni podaci

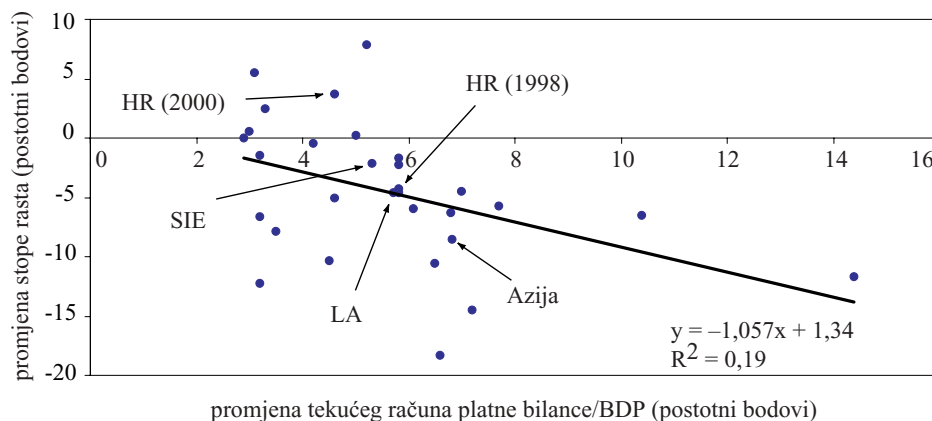
- Na domaćem se planu 1998. godine razvila velika bankarska kriza koja je dovela do propadanja nekoliko srednje velikih banaka (najveća je bila Dubrovačka banka). To je rezultiralo velikim padom bankarskih kredita privatnom sektoru te padom uvoza, proizvodnje i potrošnje domaćinstava. Na vanjskom planu 1998. godinu obilježile su krize u Aziji i Rusiji te bankrot velikoga investicijskog fonda (LTCM) u SAD-u, što je prijetilo prekidom likvidnosti na međunarodnim tržištima kapitala. Hrvatsko gospodarstvo bilo je 1998. godine dakle izloženo i unutarnjim i vanjskim šokovima, što je zahtijevalo temeljitu makroekonomsku prilagod-

bu: rast BDP-a tako je pao sa 6,8% u 1997. godini na 2,5%; investicije su pale za 1% BDP-a; a obujam uvoza za 8%.

- Prilike su 2000. godine bile posve drukčije. Svjetsko gospodarstvo, a posebno gospodarstvo EU-a, bilo je u uzletu, što je davalo vanjski poticaj hrvatskom izvozu. Na domaćem planu 2000. godinu obilježavao je snažan porast zaduženosti javnog sektora, djelomično povezan s podmirivanjem duga države prema poduzećima. Zajedno s izvoznom potražnjom, to je osiguralo umjeren poticaj gospodarstvu, tako da je prilagodba tekućeg računa platne bilance bila povezana s povećanjem stope rasta BDP-a od 3,75 postotna boda i povećanjem obujma izvoza od 4%.

Kakvo je iskustvo prilagodbe hrvatske privrede u usporedbi s drugim tržištima u nastajanju? Iako pri usporedbi iskustava velikog broja zemalja treba biti oprezan, ipak se na ovom uzorku mogu razaznati neka zajednička obilježja.

Slika 6. Promjena tekućeg računa platne bilance i stope rasta BDP-a



HR – Hrvatska; SIE – središnja i istočna Europa; LA – Latinska Amerika;

Izvor: Autorov izračun

Prvo, velika smanjenja deficita tekućeg računa bila su u većini slučajeva popraćena velikim smanjenjem BDP-a. Za svaki postotni bod smanjenja deficita tekućeg računa platne bilance, stopa rasta BDP-a smanjila se u godini promjene trenda više od jedan postotni bod (sl. 6).<sup>4</sup> Postoje značajne razlike između pojedinih regija. U središnjoj i istočnoj Europi promjene trenda nisu pratili veliki gubici outputa – smanjivanje deficita tekućeg računa platne bilance sa 5,25% BDP-a u prosjeku je dovelo do pada stope rasta

<sup>4</sup> Točke na slici 6. pokazuju promjene stope rasta BDP-a (u postotnim bodovima, mjereno na okomitoj osi) tijekom različitih promjena trenda deficita tekućeg računa platne bilance (mjereno postocima BDP-a na vodoravnoj osi). Regresijski pravac pokazuje da za svaki postotni bod deficita tekućeg računa stopa rasta u zemljama s tržištima u nastajanju pada prosječno za 1,06 postotna boda.

BDP-a za 1,25 postotna boda (tabl. 2). Suprotno tome, u Latinskoj Americi, i posebno u Aziji, gubici outputa povezani s promjenama trenda tekućeg računa bili su mnogo veći. Na primjer, velika prilagodba koja se zbila 1998. godine u Hrvatskoj jednaka je prosjeku latinskoameričkih zemalja (sl. 6).

Drugo, u većini slučajeva u godini promjene trenda znatno su pale investicije. Pad investicija bio je izraženiji u Aziji i Latinskoj Americi negoli u središnjoj i istočnoj Europi. Hrvatska se ističe po relativno malom smanjenju investicija u godinama smanjenja deficita tekućeg računa (tabl. 2). Umjesto investicija, najveći dio prilagodbe odnosio se na osobnu potrošnju. To pokazuje određenu fleksibilnost hrvatskih domaćinstava, koja bi nakon gomilanja vanjskog deficita brzo prilagodila potrošnju. Zbog toga se investicije nisu bitno mijenjale, a dugoročni rast nije bio jače ugrožen.

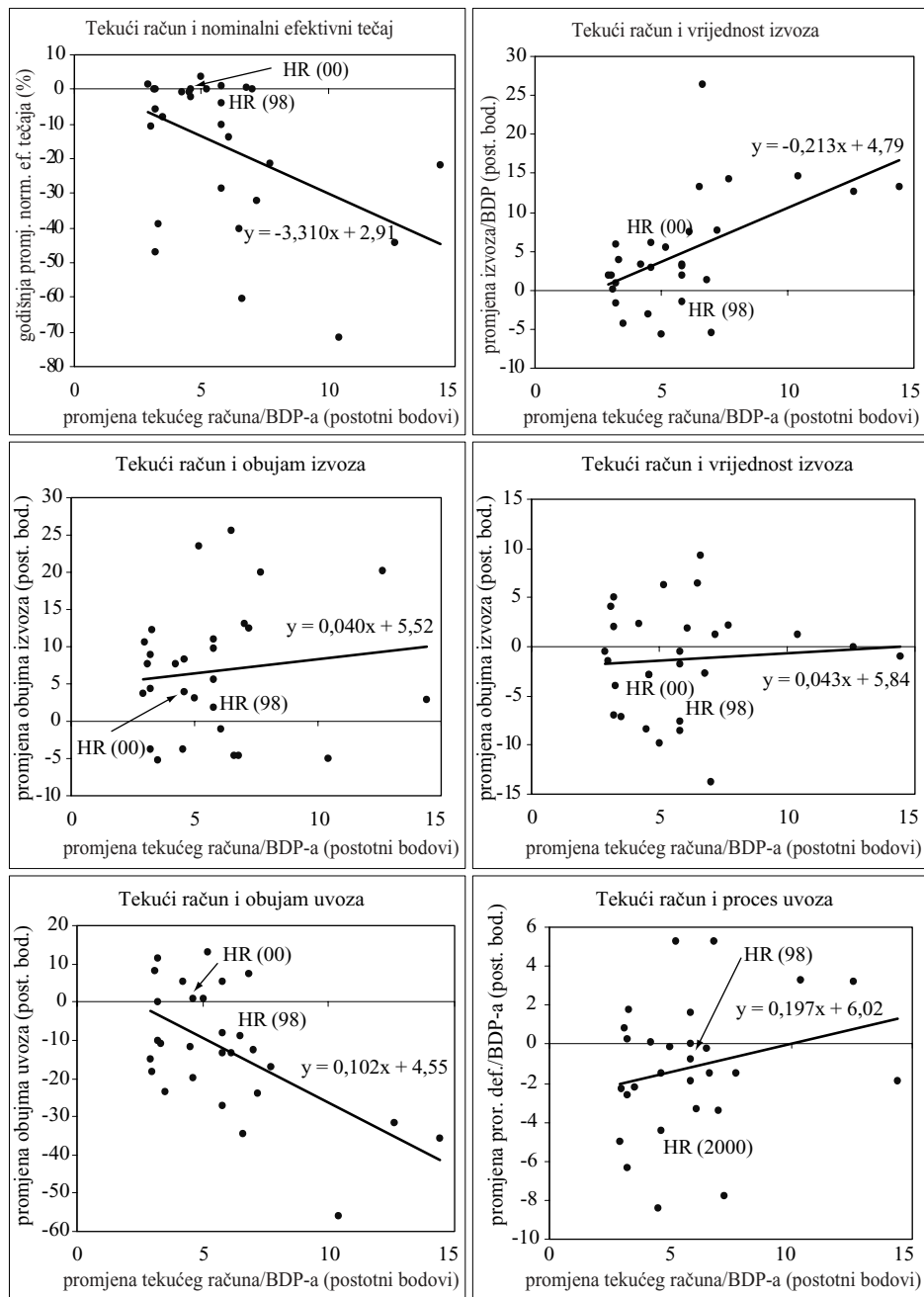
Treće, velika smanjenja deficita tekućeg računa platne bilance većinom su bila popraćena značajnom deprecijacijom nominalnog efektivnog tečaja (sl. 7. gore lijevo). Prosječna veličina deprecijacije u godini promjene trenda bila je vrlo slična u svim regijama – oko 15-17% (tabl. 2). No u desetak primjera (to su opažanja smještena oko vodoravne osi u lijevom gornjem dijelu slike 7, i obuhvaćaju i Hrvatsku 2000. godine) smanjenje deficita tekućeg računa platne bilance nije bilo popraćeno promjenom nominalnoga efektivnog tečaja.

Četvrto, u većini slučajeva vrijednost izvoza znatno je porasla u godini promjene trenda, i to uglavnom kao rezultat deprecijacije valute (sl. 7. gore desno), usprkos slaboj reakciji obujma izvoza (sl. 7. sredina lijevo). Istodobno obujam uvoza uvelike pada (sl. 7. dolje lijevo), dok se vrijednosti uvoza manje-više ne mijenjaju (sl. 7. sredina desno). Taj je način prilagodbe u skladu s teorijskim predviđanjima: izvoz ne reagira odmah nakon deprecijacije nego sa zadržkom, po putanji koja nalikuje slovu J (tzv. *J-curve effect*), dok uvoz pada odmah nakon deprecijacije jer njegovo poskupljenje dovodi do brzih promjena u strukturi potrošnje (tzv. *expenditure switching effect*). Zanimljivo je da su prilagodbe uvoza i izvoza u Hrvatskoj bile slične onima u drugim zemljama, usprkos stabilnom nominalnom tečaju kune – točke koje prikazuju smanjenja deficita tekućeg računa za Hrvatsku nalaze se u neposrednoj blizini regresijskih pravaca prikazanih na slici 7. Na temelju tog iskustva može se očekivati da će se i povećanje deficita tekućeg računa do kojega je došlo u 2002. i u prvoj polovici 2003. godine korigirati bez potrebe mijenjanja deviznog tečaja.

Peto, veza između smanjenja deficita tekućeg računa platne bilance i proračunskog deficita nije tako očita (sl. 7. dolje desno). U mnogim azijskim zemljama kao i u središnjoj i istočnoj Europi, promjene trenda vanjskog deficita češće je pratilo omekšavanje fiskalne politike nego njezino zaoštavanje. Takva se prilagodba može zamijetiti i u Hrvatskoj – proračunski se deficit 1998. godine pogoršao za 0,8% BDP-a, a 2000. godine za 4,4%.

Kad je riječ o širenju deficita tekućeg računa platne bilance na 7,25% BDP-a u 2002. godini i ocijenjenih 9,5% BDP-a u prvoj polovici 2003. godine, postavlja se pitanje hoće li sljedeća prilagodba hrvatskoga gospodarstva teći prema “teškom” scenariju iz 1998. ili prema onom relativno laganome iz 2000. godine. Nekoliko naznaka ulijeva nadu da će se prilagodba, kao i 2000. godine provoditi bez većih poremećaja, tj. sporijim rastom osobne potrošnje, investicija i uvoza te uz blag oporavak izvoza.

Slika 7. Makroekonomska prilagodba promjeni trenda tekućeg računa platne bilance



Izvor: autorov izračun



- Prvo, vanjsko okruženje prilično se poboljšalo u drugoj polovici 2003. godine, a projekcije za 2004. godinu predviđaju ekonomski rast od 2% u zapadnoj Europi i 4% u SAD-u. Štoviše, ciklus zaoštavanja monetarne politike u industrijskim se zemljama ne očekuje prije sredine 2004. godine. Dakle, prilagodba tekućeg računa platne bilance u Hrvatskoj trebala bi teći u povoljnom međunarodnom okruženju.
- Drugo, sudeći prema prethodnim podacima o bilanci plaćanja za treće tromjesečje 2003. godine i projekcijama za cijelu godinu, hrvatsko se gospodarstvo već prilagođava visokoj neravnoteži tekućeg računa platne bilance. Tako se procjenjuje da će doći do usporavanja rasta osobne potrošnje (na oko 4,5% u 2003. sa 6,5% u 2002. godini), daljnjeg pada javne potrošnje u realnom izrazu te će se nastaviti snažan rast investicije (14% za cijelu godinu; v. EIZG, 2003). Štoviše, nakon dobre turističke sezone, vanjski bi sektor ove godine mogao dati mali pozitivni doprinos rastu.<sup>5</sup>

Sva ta kretanja ulijevaju umjereni optimizam da će hrvatsko gospodarstvo uspjeti bez većih teškoća smanjiti visoki deficit platne bilance zabilježen u 2002. i prvoj polovici 2003. godine. Posebno nema potrebe u to upletati politiku tečaja. Takav bi slijed događaja neizbježno imao široke negativne posljedice za gospodarstvo, ako se uzme u obzir da su bilance banaka, poduzeća i domaćinstava u Hrvatskoj visoko eurizirane te da je velik dio duga javnoga i privatnog sektora denominiran u stranim valutama ili indeksiran uz tečaj kune.

#### **4. Financiranje ekspanzije**

Jedan od glavnih činilaca koji su pridonijeli snažnom porastu domaće potražnje u Hrvatskoj u posljednjih nekoliko godina bila je brza ekspanzija kredita bankarskog sektora. To je prouzročilo mnoga strahovanja, od brige za pogoršanjem kvalitete kredita i povećanjem ranjivosti bankarskog sektora, do straha da će ekonomski rast posustati ako se kreditni bum stiša.

Za početak je važno istaknuti da fenomen brzog rasta kredita nije ograničen samo na Hrvatsku. Od 2000. godine, tj. nakon razdoblja intenzivne privatizacije i restrukturiranja, poslovne banke u središnjoj i istočnoj Europi naglo su povećavale kreditiranje privatnog sektora. Stope rasta bankarskih kredita u Bugarskoj, Hrvatskoj, Češkoj, Mađarskoj, Rumunjskoj i Slovačkoj posljednjih se godina kreću od 20 do 110% godišnje. Te stope uvelike odražavaju činjenicu da je, osim u Hrvatskoj, udio kredita domaćinstvima u ukupnim bankarskim kreditima i fond bankarskih kredita u odnosu prema BDP-u još uvijek vrlo nizak u usporedbi s razvijenim privredama. Kao što su pokazali Cottarelli i sur. (2003), čak ako se povećanjem kredita financira isključivo domaća potrošnja, brz rast kredita dovest će do pregrijavanja samo ako je početna razina kredita dovoljno visoka u odnosu prema BDP-u.

---

<sup>5</sup> U 2003. godini predviđa se rast izvoza roba i usluga od 11% te uvoza roba i usluga od 8,8% (EIZG, 2003). Ako bi se ostvarile te stope rasta, smanjio bi se deficit roba i usluga, a neto izvoz dao bi pozitivan doprinos rastu od otprilike 0,25 postotnog boda.



Nadalje, treba istaknuti da je Hrvatska jedina zemlja u regiji čija struktura kredita poslovnih banaka nalikuje na onu u zrelim tržišnim gospodarstvima. Udio kredita domaćinstvima u ukupnim bankarskim kreditima u Hrvatskoj iznosi 45%, što je neusporedivo najviše u regiji – krediti domaćinstvima premašili su 20% ukupnih kredita samo u Poljskoj i Sloveniji. Štoviše, Hrvatska je jedina zemlja u regiji u kojoj je fond kredita domaćinstvima veći od fonda kredita poduzećima. Usto, neto potraživanja od države, koja su u Hrvatskoj beznačajna, kreću se od 20% ukupnih kredita u Češkoj i Sloveniji, do 48% u Slovačkoj (tabl. 3). No zrelija struktura bankarskih kredita i relativno visok početni fond kredita privatnom sektoru (oko 50% BDP-a) čine Hrvatsku potencijalno ranjivom na kreditne bumove.

Tablica 3. Sastav kredita poslovnih banaka, 2002. godina<sup>1</sup>

	Država <sup>2</sup>	Poduzeća	Domaćinstva
Bugarska	1,6	79,2	19,2
Češka	21,2	60,1	18,7
Estonija	6,3	56,3	37,4
Hrvatska	5,9	48,9	45,2
Mađarska	34,0	48,0	18,1
Latvija	7,2	74,6	18,1
Litva	36,5	53,1	10,4
Poljska	26,2	43,8	29,9
Rumunjska	23,7	58,9	17,4
Slovačka	47,5	41,5	11,0
Slovenija	21,6	54,9	23,5

<sup>1</sup> U postotku ukupnih kredita, brz međubankarskih kredita i kredita nebankarskim financijskim institucijama. Podaci za kraj 2002. godine ili posljednji raspoloživi podaci.

<sup>2</sup> Neto potraživanja od države.

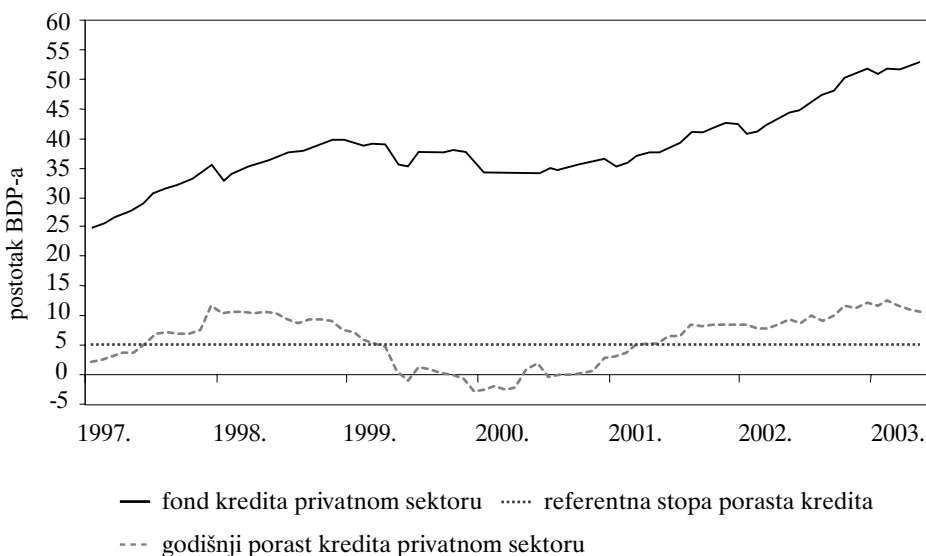
Izvori: BIS (2003); IMF (2003); nacionalni podaci

Koliko je kreditna ekspanzija u Hrvatskoj “pretjerana”? Korisna referentna veličina u tom smislu je godišnji porast kredita jednak ili veći od 5% BDP-a. Zemlje što su doživjele kreditne bumove nakon kojih su slijedile bankarske krize obično su imale ekspanziju kredita od 5-10% BDP-a godišnje tijekom nekoliko godina (v. Demirguç-Kunt i Detragiache, 1997). Rast kredita u Hrvatskoj bio je od sredine 1997. do početka 1999. godine iznad tog praga, te ga je ponovno premašio nakon ožujka 2001. godine (sl. 8). Tijekom oba buma godišnji porast kredita privatnom sektoru popeo se na oko 13% BDP-a. Nakon prvog kreditnog buma slijedila je bankarska kriza 1998-1999. godine, no njezini su uzroci mnogo kompleksniji i samo su djelomično vezani za kreditni bum (v. Kraft i Jankov, 2003; Vujčić, 2003). Drugi se kreditni bum očito počeo povlačiti 2003. godine.

Jedna od ključnih razlika između kreditnog buma iz 1997-1999. i ovog najnovijeg jest ta da je bankarski sustav u Hrvatskoj u kasnim 1990-im godinama postao znatno izdržljiviji. Većina je banaka privatizirana i danas su banke djelomično ili u cijelosti u vlasništvu

renomiranih inozemnih banaka. Prudencijski pokazatelji posljednjih su godina znatno poboljšani, što odražava bolje upravljanje rizicima i višu efikasnost poslovanja: udio plasmana koji ne donose prihod pao je nakon 1999. godine za polovicu, zadržan je visok omjer adekvatnosti kapitala (oko 20%), rezervacije za gubitke povećane su na 86% plasmana koji ne donose prihod (druga najveća razina u regiji), a prinos na aktivu više je nego udvostručen (tabl. 4). Usto je poboljšana likvidnost poslovnih banaka: omjer primarne likvidnosti (omjer visokolikvidne aktive prema depozitima koji čine osnovicu obvezne rezerve) povećan je s 1,3% krajem 1999. godine na 3,3% u svibnju 2003. godine.

Slika 8. Rast kredita privatnom sektoru, siječanj 1997 – svibanj 2003.



No valja se zapitati koliko dugo banke mogu nastaviti ekspanziju svojih bilanci po stopama od 10-15% godišnje bez upadanja u financijske teškoće. Slika 9. pokazuje da su od sredine 2000. do sredine 2002. godine štednja i depoziti u inozemnoj valuti rezidenata rasli po godišnjim stopama do 40%, čime je omogućeno financiranje ekspanzije kredita isključivo iz domaćih izvora. No nakon sredine 2002. godine rast štednje i depozita u inozemnoj valuti naglo pada, te u prosincu 2002. godine postaje negativan i ne raste u siječnju 2003. godine. U isto vrijeme inozemne obveze naglo skaču (između svibnja 2002. i svibnja 2003. godine za 14 mil. kuna, ili za gotovo 2 mlrd. eura), što upućuje na zaključak da su poslovne banke gotovo u cijelosti financirale kontinuiranu ekspanziju domaćih kredita iz inozemnih izvora. Takva je situacija na dugi rok neodrživa. Dakle, preventivne mjere koje je u 2003. godini poduzela Hrvatska narodna banka za restrikciju rasta bankarskih kredita opravdane su.

Tablica 4. Prudencijski pokazatelji bankarskog sektora

	Plasmani koji ne donose prihod <sup>1</sup>		Adekvatnost kapitala <sup>2</sup>		Rezervacije za gubitke <sup>3</sup>		Prinos na aktivu	
	1999.	2002. <sup>4</sup>	1999.	2002. <sup>4</sup>	1999.	2002. <sup>4</sup>	1999.	2002. <sup>4</sup>
Bugarska	29,0	13,0	43,0	29,0	9,9	8,7	2,5	2,2
Češka	22,0	13,7	13,6	15,4	52,2	59,1	-0,3	0,7
Estonija	1,7	1,6	16,1	14,4	...	...	1,4	2,5
Hrvatska	11,8	6,2	20,6	18,5	77,1	86,1	0,7	1,6
Madarska	3,6	2,6	14,9	13,9	52,6	53,8	0,6	2,0
Latvija	6,0	2,8	16,0	14,2	79,3	80,4	1,0	1,5
Litva	12,5	8,2	17,4	15,7	...	...	0,5	1,0
Poljska	13,2	17,8	13,2	15,0	104,4	102,0	1,6	1,4
Rumunjska	0,7 <sup>5</sup>	0,7	42,7 <sup>5</sup>	55,0	...	...	1,5 <sup>4</sup>	3,1
Slovačka	23,7	14,0	29,5	21,9	6,4	2,5	-4,0	1,2
Slovenija	5,2	5,4	14,0	11,9	44,6	39,1	0,8	0,4

<sup>1</sup> Postotak ukupnih kredita.

<sup>2</sup> Stopa adekvatnosti kapitala mjerena ponderiranom aktivom.

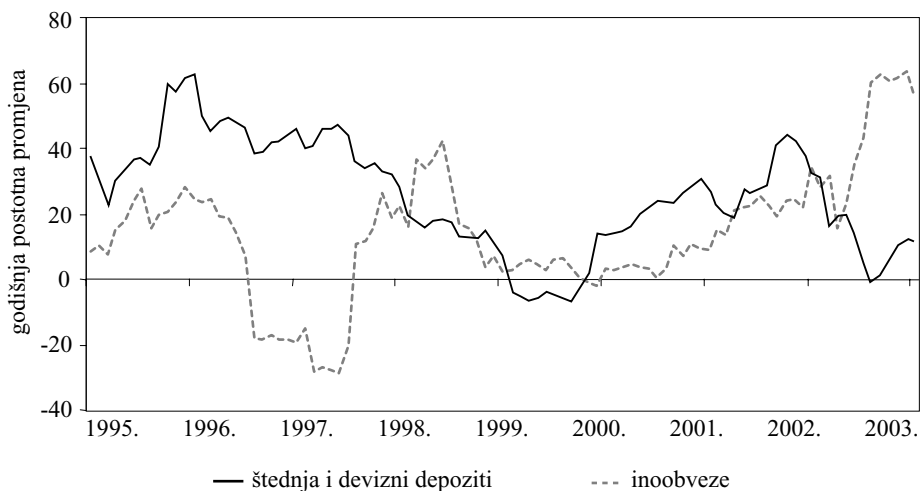
<sup>3</sup> Kao postotak plasmana koji ne donose prihod.

<sup>4</sup> Podaci za kraj 2002. godine ili posljednje raspoloživo razdoblje.

<sup>5</sup> Podaci za kraj 2000. godine.

Izvori: Publikacije i Internet stranice središnjih banaka; izvještaji MMF-a za pojedine zemlje

Slika 9. Obveze poslovnih banaka, svibanj 1995 – svibanj 2003.



Izvor: Hrvatska narodna banka

Drugi mogući problem jest da veća konkurencija među bankama može dovesti do pretjeranog smanjenja razlika između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, što utječe na financijsku poziciju banaka. To je posljednjih godina bio glavni problem u bankama Češke, Mađarske, Poljske, Slovačke i baltičkih zemalja, gdje je jaka konkurencija gurnula te razlike ispod onih koje postoje u bankama Austrije, Njemačke i Italije ili vrlo blizu njima (tabl. 5). Ako se uzme u obzir veća efikasnost banaka u zapadnoj Europi, takva je situacija u srednjem roku neodrživa. No razlike između kamatnih stopa na kredite i depozite, kao i između stopa na kredite i međubankarskih stopa (posljednje su dobar pokazatelj troškova izvora sredstava), u Hrvatskoj su još uvijek relativno visoke. To pokazuje da hrvatske banke još imaju manevarskog prostora, te da usporavanje ekonomske aktivnosti ne mora odmah štetiti njihovoj financijskoj poziciji.

Tablica 5. Razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa u bankama

	BG	HR	CZ	EE	HU	LV	LT	PL	SK	SI	AT	DE	IT
Aktivna <i>minus</i> pasivna stopa													
Kraj 2002. (ili posljednje raspoloživo razdoblje)	7,1	6,9	2,5	4,1	2,5	3,5	4,2	5,9	4,2	3,9	3,2	3,7	4,4
Promjena od kraja 1999.	-1,4	-1,4	-1,4	-2,2	-1,0	-4,9	-0,7	-1,0	-2,3	-0,7	-0,0	-0,2	0,4
Standardna devijacija	1,7	1,0	0,5	0,8	0,3	1,9	1,4	0,6	0,7	0,5	0,2	0,4	0,2
Aktivna <i>minus</i> međubankarska stopa													
Kraj 2002. (ili posljednje raspoloživo razdoblje)	6,6	7,9	1,1	4,1	0,7	3,4	5,0	2,3	1,4	7,2	2,7	3,2	2,9
Promjena od kraja 1999.	-2,6	-0,4	-1,0	-1,3	-0,2	-6,5	-3,8	-1,3	-3,4	-1,5	0,4	0,0	0,6
Standardna devijacija	1,8	0,8	0,5	0,8	0,3	2,3	2,6	0,9	1,2	1,0	0,3	0,5	0,4

BG – Bugarska; HR – Hrvatska; CZ – Češka; EE – Estonija; HU – Mađarska; LV – Latvija; LT – Litva; PL – Poljska; SK – Slovačka; SI – Slovenija; AT – Austrija; DE – Njemačka; IT – Italija.

Izvori: IMF (2003); nacionalni podaci

U zaključku valja napomenuti da postoje razlozi za budnost kada je u pitanju financiranje posljednjega kreditnog buma. Iako prudencijski pokazatelji upućuju na relativno zdrav bankarski sustav, treba imati na umu da se ti pokazatelji računaju na temelju podataka koji su raspoloživi s nekoliko mjeseci zakašnjenja. Osim toga, postoje indicije da je rast kredita privatnom sektoru ušao u zonu u kojoj nije isključena povećana ranjivost banaka. To se osobito odnosi na porast inozemnih obveza poslovnih banaka, što upućuje na oprez u makroekonomskome i prudencijskom smislu.

## 5. Zaključna razmatranja: kako se pripremiti za velike kapitalne priljeve?

Hrvatskoj javnosti mnogi domaći analitičari već dulje vrijeme prenose dosta pesimističnu sliku o rastu gospodarstva i o izgledima vanjskoga sektora. Prema jednom rasprostranjenom mišljenju, brzi rast bankarskih kredita domaćinstvima i zaduživanje države za infrastrukturne projekte doveli su do “neodrživog” rasta domaće potražnje i uvo-

za. U isto se vrijeme tvrdi kako su rezultati hrvatskog izvoza tijekom proteklog desetljeća poražavajući, što zbog "precijenjenog" tečaja, što zbog nedostatka izvozne strategije i propale privatizacije i restrukturiranja poduzeća. Takav neuravnoteženi rast, tvrdi se dalje, doveo je do golemog deficita platne bilance i do neodrživog porasta vanjskog duga i duga javnog sektora. Prema tom stajalištu, platnobilančna kriza je manje-više neizbježna, pristupila Hrvatska uskoro EU ili ne.

Suprotno tom shvaćanju, analiza u ovom radu pokazuje da su se posljednjih tri – četiri godine pojavili jasni znakovi dugoročno zdravijega ekonomskog rasta. Štoviše, postoje indicije da bi hrvatsko gospodarstvo trebalo bez većih teškoća smanjiti visok deficit tekućeg računa platne bilance. No u vezi s ekspanzijom kredita privatnom sektoru, postoje određeni razlozi za zabrinutost, pa su stoga preventivne mjere Hrvatske narodne banke opravdane.

Ako se suprotstave tako različite ocjene, postavlja se pitanje što su zapravo glavni problemi koji bi mogli zaokupiti makroekonomsku politiku u procesu približavanja Hrvatske EU? Sudeći prema iskustvima drugih zemalja kandidatkinja, glavni izazov ne bi trebao postati nedostatak uspjeha – u obliku niske stope rasta, visokih deficita platne bilance ili visoke zaduženosti privatnog i javnog sektora – nego znakovi uspjeha u obliku velikih priljeva dugoročnoga i kratkoročnog kapitala. Ako Hrvatska postane službeni kandidat za EU 2004. godine, mogla bi imati dobre izgleda da pristupi EU zajedno s Bugarskom i Rumunjskom 2007. godine. To bi moglo dovesti do značajnog povećanja kapitalnih priljeva u dugom i srednjem roku i stvorilo bi pritisak na domaću ponudu novca, tečaj kune i agregatnu potražnju.

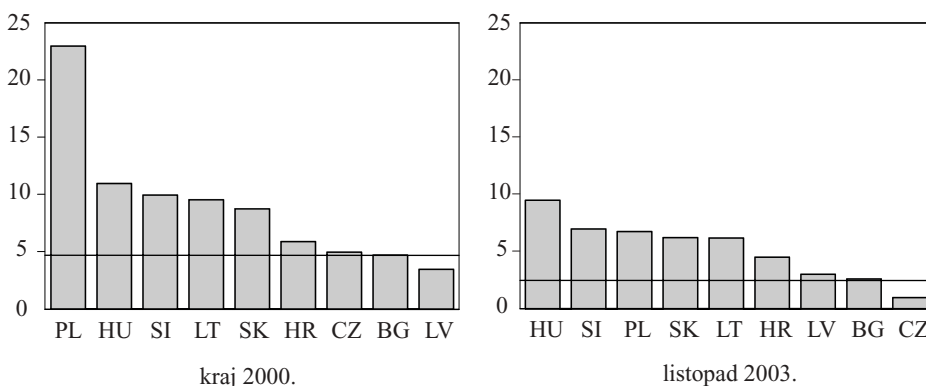
Veza između cikličnog rasta, deficita tekućeg računa platne bilance i kreditne ekspanzije u stvarnosti je znatno složenija od onoga što tvrde "pesimisti". U uvjetima hrvatskoga tečajnog režima i visokoeuriziranoga bankarskog sektora monetarnu politiku uvelike određuju kapitalni priljevi. Kako su ti priljevi u posljednjih nekoliko godina bili vrlo veliki te su se podudarali s rastućim ekonomskim ciklusom, monetarni su agregati snažno rasli. Budući da su istodobno inflatorni pritisci bili niski, monetarne su vlasti u takvim uvjetima bile prisiljene smanjiti kamatne stope kako bi spriječile pretjeranu aprecijaciju tečaja (v. Dalić, 2003). Fiskalna ekspanzija vezana za projekte u javnom sektoru te za financiranje rezultirajućeg deficita na međunarodnom a ne na domaćem tržištu kapitala pridonijela je procikličnom kretanju. Jasno je da se samo monetarnom politikom ne može promijeniti to prociklično kretanje. Bez obuzdavanja fiskalne politike deficit tekućeg računa platne bilance i dalje će rasti, a ako država nastavi posuđivati na međunarodnom tržištu kako bi financirala deficite, kapitalni će priljevi nastaviti pritjecati u zemlju te će omogućivati rast domaće potražnje.

Hrvatsko gospodarstvo, kao i druge zemlje središnje Europe, ima, međutim, i nekoliko strukturnih značajki koje ga čine osjetljivim na kapitalne priljeve. Prva se odnosi na mnogo višu stopu povrata investicija u proizvodnju, što održava mnogo niži početni fond proizvodnog kapitala u Hrvatskoj i relativno značajan kontingent obrazovane radne snage. Viša stopa povrata investicija u proizvodnju privlačit će dugoročne kapitalne priljeve dokle god sadašnja vrijednost očekivanih dobitaka od investicija nadmašuje trošak financiranja tih investicija za strane ulagače. Makroekonomska politika morat će

stoga uzeti u obzir snagu investicijske potražnje na kojoj se zasnivaju dugoročni kapitalni priljevi.<sup>6</sup>

Druga se značajka odnosi na pojavu da je inflacija u Hrvatskoj, kao i u ostalim zemljama kandidatkinjama u prosjeku još uvijek viša od inflacije u eurozoni. To može biti posljedica “premekane” makroekonomske politike (posebno fiskalne). No to također može odražavati realna kretanja povezana s tranzicijskim procesom, posebno tendenciju da cijene roba i usluga namijenjenih domaćem tržištu (tzv. *non-tradables*) rastu brže od cijena roba i usluga namijenjenih međunarodnoj razmjeni (tzv. *tradables*).<sup>7</sup> U zemljama s fiksnim tečajem ta se kretanja očituju inflacijom i aprecijacijom realnog tečaja, a u zemljama s plivajućim tečajem dijelom se manifestiraju aprecijacijom nominalnog tečaja, a dijelom inflacijom. Uzimajući u obzir te razlike u inflaciji i povezanu tendenciju realnog tečaja da aprecira, nominalne kamatne stope u zemljama kandidatkinjama obično su više nego u eurozoni.

Slika 10. Službene kamatne stope (%)



Napomena: vodoravna crta predočuje službenu kamatnu stopu u eurozoni. Za kratice naziva zemalja vidjeti tablicu 5.

Izvor: središnje banke

Iako se razlike u nominalnim kamatnim stopama smanjuju (sl. 10), one su još uvijek dovoljno velike da imaju znatan utjecaj na priljeve kratkoročnog kapitala. To dobro ilustrira nedavno iskustvo Mađarske. Kratkoročni priljevi u iznosu od 4-5 mlrd. eura (što

<sup>6</sup> Lipschitz i sur. (2002a) ocjenjuju da je granični proizvod kapitala 8,5 puta veći u zemljama kandidatkinjama nego u Njemačkoj, te je na toj osnovi izračunato da su u središnjoj Europi potencijalni kapitalni priljevi pet puta veći od početne razine BDP-a.

<sup>7</sup> Riječ je o tzv. Balassa-Samuelsonovu učinku (v. Mihaljek i Klau, 2003). Viši rast produktivnosti, osobito u “naprednim” sektorima izloženima međunarodnoj konkurenciji, omogućuje brži porast plaća, a budući da je tržište rada jedinstveno, plaće rastu i u “zaštićenim” sektorima (osobne usluge, graditeljstvo, domaći transport). Da bi održali profitabilnost, manje produktivni sektori prisiljeni su povećati cijene svojih proizvoda, što rezultira višom inflacijom u odnosu prema razvijenim zemljama (cijene naprednih proizvoda po pravilu su određene na svjetskom tržištu).

čini 7-8% godišnjeg BDP-a) ušli su u Mađarsku u samo nekoliko sati 15. i 16. siječnja 2003. godine. Te su priljeve potaknule velike razlike u kamatnim stopama, te spekulacija da će 15-postotno ograničenje na aprecijaciju forinte iznad njezina središnjeg pariteta u odnosu prema euru biti ukinuto. Da bi odvrtila priljeve, Mađarska narodna banka bila je prisiljena smanjiti službene kamatne stope za 2 postotna boda u dva dana, uvesti privremene kapitalne restrikcije i snažno intervenirati na deviznom tržištu. Iako su te mjere smirile spekulacije, niže kamatne stope u kombinaciji s deprecijacijom forinte pojačale su inflacijske pritiske i prisilile središnju banku da povisi svoj inflacijski cilj za 2003. godinu.

Drugi problem s kojim se potencijalno suočava Hrvatska (kao i sve zemlje s tržištima u nastajanju) jest mogućnost naglog povlačenja kratkoročnog kapitala. Do toga može npr. doći ako se umjesto smanjenja, proračunski deficit neočekivano poveća. Nerezidenti koji su u posjedu državnih obveznica tada mogu zaključiti da se pogoršavaju izgledi za održivost javnog duga i prodati takve obveznice, što može dovesti do nagog povlačenja kratkoročnog kapitala i prouzročiti snažnu deprecijaciju valute. Takav slijed događaja može se također ilustrirati mađarskim primjerom. Sredinom lipnja 2003. godine neodlučnost Vlade u vezi sa smanjivanjem proračunskog deficita i nepotrebna devalvacija forinte zbunili su strane ulagače i potaknuli snažnu prodaju obveznica denominiranih u forintama, zbog čega je središnja banka bila prisiljena povećati službene kamatne stope za 3 postotna boda. Hrvatskoj se stoga savjetuje da ne nagli s liberalizacijom kapitalnih tokova sve dok ne uspostavi proračunsku stabilnost kako bi smanjila rizik naglog povlačenja kratkoročnog kapitala.

Veliki kapitalni priljevi također mogu pogoršati otprije postojeće valutne neusklađenosti. Banke u Hrvatskoj prema prudencijskoj su regulativi obvezne uravnotežiti svoju otvorenu vanjsku poziciju. To mogu učiniti tako da na temelju deviznih depozita odobravaju kredite u eurima. Međutim, ako njihovi klijenti ne prihoduju devize, odobravanjem kredita u eurima banke će jednostavno zamijeniti valutni rizik kreditnim rizikom. Zbog takve valutne neusklađenosti hrvatski je bankovni sustav vrlo ranjiv na hirovite promjene tečaja. Štoviše, kako je dug javnoga i privatnog sektora uglavnom denominiran u devizama ili je valutnom klauzulom čvrsto vezan uz devizni tečaj, hirovito kretanje tečaja može otvoriti i problem održivosti duga.

Treba naglasiti da su izazovi s kojima su suočene zemlje kandidatkinje u slučaju velikih kapitalnih priljeva uvelike neovisni tečajnom režimu. S obzirom na to da su mehanizmi koji dovode do kapitalnih priljeva realne, a ne monetarne prirode, jedino je pitanje zbiva li se realna aprecijacija putem nominalne aprecijacije ili inflacijom. U uvjetima fiksnog tečaja (ili fiksnoga, ali prilagodljivog tečaja), kapitalni će priljevi smanjiti kamatne stope i povećati investicije s obzirom na domaću štednju. Ako se poveća inflacija, vanjska će se konkurentnost smanjiti. U režimu plutajućeg tečaja kapitalni će priljevi dovesti do aprecijacije nominalnog tečaja, te će opet doći do gubitka konkurentnosti i do mogućeg deficita platne bilance. Iako razni institucionalni čimbenici mogu ublažiti te procese, uz mobilnost kapitala i konvergenciju dugoročnih kamatnih stopa prema razinama eurozone mali su izgledi će zemlje kandidatkinje imati značajniju autonomiju u utvrđivanju kamatnih stopa.

Može se, dakle, zaključiti kako će nosioci ekonomske politike u Hrvatskoj morati voditi vrlo opreznu politiku u određivanju kamatnih stopa: ako se one odrede previsoko, doći će do prevelikih kratkoročnih priljeva i s njima povezane aprecijacije tečaja, a ako se odrede prenisko, doći će do prevelikih investicija, kredita i inflacije. U literaturi se takav slijed događaja često naziva “dilemom Tošovskoga” (v. Lipschitz i sur., 2002b). Kako Hrvatska ima ograničene sposobnosti reagiranja na velike promjene kapitalnih priljeva, mogla bi biti prisiljena zadovoljiti Maastrichtske kriterije i prije članstva u EU. To će zahtijevati značajnu fiskalnu prilagodbu u nekoliko sljedećih godina. Zbog potrebe za velikom javnom potrošnjom i činjenice da se deficiti za sada mogu relativno lagano financirati, bit će, međutim, teško mobilizirati javnu potporu takvoj prilagodbi.

*S engleskog prevela  
Marina Kesner-Škreb*



Tablica A. Skup podataka o promjenama trenda tekućeg računa platne bilance, 1994-2002'

Zemlja	Godina promjene				Postotni bodovi				Postotna promjena				Cat-1	BUD t-1
	dCA	dY	dINV	dCA	dX val	dM val	dBUD	dX vol	dM vol	dNEER	Postoci BDP-a			
Filipini	7,7	-5,7	-4,6	2,2	14,2	-1,5	20,1	-16,8	-21,2	-5,3	-1,5			
Hon Kong	4,5	-10,3	-5,4	-8,4	-3,0	-8,4	-3,7	-11,5	-0,9	-3,4	6,6			
Indonezija	6,6	-18,3	14,5	9,3	26,4	-1,5	-4,5	-34,4	-60,2	-2,3	-0,9			
Koreja	14,4	-11,7	-12,9	-0,9	13,2	-1,9	2,9	-355	-22,0	-1,7	-0,8			
Malezija	0	0,2	-2,1	-9,8	-5,7	-0,1	3,2	0,9	3,7	-9,8	-1,8			
Tajland	6,1	-5,9	-8,8	1,9	7,5	-3,3	-1,0	-13,1	-13,8	0,0	2,4			
Tajvan	3,5	-7,9	-5,2	-7,1	-4,2	-2,2	-5,2	23,4	-8,1	0,0	-2,6			
Argentina	10,4	-6,5	-4,5	1,2	14,7	3,3	-4,9	-55,8	-71,5	-1,7	-2,2			
Brazil	2,9	0,0	-1,9	-0,4	2,0	-5,0	3,7	-15,0	1,3	-4,6	-10,3			
Čile	4,6	-5,0	-5,6	-2,8	2,9	-1,5	8,4	-19,6	-2,0	-4,4	-2,1			
Kolumbija	5,8	-4,6	-6,8	-1,7	3,3	-1,9	9,7	-27,2	1,0	-5,4	-3,6			
Meksiko	6,5	-10,6	-1,9	6,5	13,3	-0,2	25,7	-8,7	-40,1	-7,1	0,2			
Peru	3,0	0,6	-2,1	-1,4	2,0	-2,3	10,6	-18,2	-10,8	-5,9	-0,8			
Venezuela	6,8	-6,3	-3,8	-2,7	1,4	5,3	-4,5	7,3	0,4	-3,9	-4,9			
Bugarska	3,2	-12,2	-1,7	-5,0	-5,9	-6,3	-3,8	-10,0	-46,8	-1,5	-6,3			
Češka	4,2	-0,4	-2,6	2,4	3,4	0,1	7,7	5,2	-0,7	-6,7	-1,5			
Estonija	3,2	-6,6	-1,7	-7,0	-1,7	-2,6	4,3	11,5	0,0	-12,2	1,0			
1999.	7,0	-4,5	-4,8	-13,8	-5,4	-3,4	13,1	-12,5	0,0	-9,0	-1,6			
Hrvatska	5,8	-4,3	-0,9	-7,6	-1,4	-0,8	1,8	-8,0	-3,9	-12,5	-2,2			
2000.	4,6	3,7	-1,5	-2,9	6,2	-4,4	4,0	-1,1	0,0	-7,0	-7,4			
Mađarska	5,8	-1,7	1,7	-0,4	3,1	0,0	11,0	5,5	-28,3	-9,4	-9,8			
Latvija	3,1	5,5	0,2	4,1	0,1	0,8	7,7	8,2	0,0	-9,8	-4,0			
Litva	5,2	7,9	-2,1	6,3	5,6	5,3	23,6	12,9	0,0	-11,2	-8,4			
Rumunjska	3,3	2,5	-0,7	-3,9	4,0	1,8	12,2	-10,8	-39,0	-6,9	-5,5			
Rusija	12,6	11,7	-0,7	0,0	12,7	3,2	20,3	-31,7	-44,1	0,2	-4,8			
Slovačka	5,8	-2,2	-6,5	-8,6	1,9	1,6	5,6	-13,4	-10,0	-9,4	-6,0			
Slovenija	3,2	-1,5	-1,7	2,0	1,0	0,3	8,9	0,3	-5,7	-3,0	-1,6			
2001.	7,2	-14,5	-7,6	1,3	7,7	-7,8	12,4	-24,0	-31,9	-4,9	-10,2			

1 Promjena trenda definira se kao smanjenje deficita tekućeg računa platne bilance od tri ili više posto BDP-a u jednoj godini. Svi podaci odnose se na godinu u kojoj je došlo do promjene trenda tekućeg računa platne bilance (u slučaju izvoza, prosjek za godinu promjene trenda i sljedeću godinu). U Italiji, Južnoafričkoj Republici, Kini, Poljskoj i Singapuru u promatranom razdoblju nije bilo tako velikog smanjenja vanjskog deficita.

Oznake: dCA – promjena tekućeg računa platne bilance u postotku BDP-a; dY – promjena stope rasta BDP-a; dINV – promjena udjela investicija u BDP-u; dX val – promjena udjela izvoza roba i usluga u BDP-u (kao prosjek za godinu trenda i sljedeću godinu); dX vol – promjena dolarske vrijednosti izvoza roba (kao prosjek za promjenu obujma); prosjek za godinu trenda i sljedeću godinu; dM val – promjena udjela izvoza roba i usluga u BDP-u (kao prosjek za promjenu vrijednosti izvoza); dM vol – promjena dolarske vrijednosti izvoza roba (kao prosjek za promjenu obujma); dNEER – promjena nominalnog efektivnog tečaja; dBUB – promjena proračunskog deficita u postotku BDP-a; CA t-1 – deficit tekućeg računa platne bilance u postotku BDP-a godinu prije promjene trenda; BUD t-1 – proračunski deficit u postotku BDP-a godinu prije promjene trenda

## LITERATURA

**Andersen, P. and Mihaljek, D., 2003.** *BIS Working Party on Monetary Policy in Central and Eastern Europe*, unpublished. Basel: Bank for International Settlements.

**Asian Development Bank, 1998.** *Asian development outlook 1998* [online]. Manila: Asian Development Bank. Available from: [<http://www.adb.org/Documents/Books/ADO/1998/default.asp>].

**BIS, 2003.** *73<sup>rd</sup> Annual Report (1 April 2002 - 31 March 2003)* [online]. Basel: Bank for International Settlements. Available from: [<http://www.bis.org/publ/ar2003e.htm>].

**Boltho, A., 1996.** "Was Japanese growth export-led?" *Oxford Economic Papers*, 48 (3), 415-432.

**Cottarelli, C. [et al.], 2003.** *Early birds, late risers, and sleeping beauties: bank credit growth to the private sector in central and eastern Europe and the Balkans*. Paper presented at the 9<sup>th</sup> Dubrovnik Economic Conference, 26-28 June.

**Dalić, M., 2003.** "Spriji rast ekonomije cijena je smirivanja deficita i vanjskoga duga", intervju u *Infoforum Business Journal*, 5. studenog. Dostupno na: [<http://biznis.infoforum.hr>].

**Demirgüç-Kunt, A. and Detragiache, E., 1997.** "The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries" [online]. *IMF Working Paper* WP 97/106. Available from: [[www.imf.org](http://www.imf.org)].

**Economic Commission for Europe, 2003.** *Economic Survey of Europe*, No. 1. Geneva: United Nations. Available from: [<http://www.unece.org/ead/survey.htm>].

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

**European Commission, 2003.** "Croatia: Stabilisation and Association Report". *Commission Staff Working Paper* SEC (2003) 341. Available from: [[http://europa.eu.int/comm/external\\_relations/see/sap/com03\\_341.htm](http://europa.eu.int/comm/external_relations/see/sap/com03_341.htm)].

**EIZG, 2003.** *Croatian economic outlook*, No. 16/2003. Zagreb: Ekonomski institut.

**IMF, 2003.** *Republic of Croatia: First review under the stand-by arrangement* [online]. Country report 03/252, 15 August. Available from: [<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16808.0>].

**Islam, M., 1998.** "Exports expansion and economic growth: testing for cointegration and causality". *Applied Economics*, 30 (3), 415-425.

**Kokko, A., 2002.** "Export-led growth in east Asia: lessons for Europe's transition economies". [online]. *Working paper*, No. 142. Available from: [<http://swopec.hhs.se/eijswp/abs/eijswp0142.htm>].

**Kraft, E. and Jankov, Lj., 2003.** *Lending booms, foreign bank entry and competition: the Croatian case*. Paper presented at the 9<sup>th</sup> Dubrovnik Economic Conference.

**Kugler, P., 1991.** "Growth, exports and cointegration: an empirical investigation". *Weltirtschaftliches Archiv*, 27 (1), 73-82.

**Lipschitz, L., Lane, T. and Mormouras, A., 2002a.** “Capital flows to transition economic: master or servant?” *IMF working paper* WP 02/11. Available from: [www.imf.org].

**Lipschitz, L., Lane, T. and Mormouras, A., 2002b.** “The Tošovský dilemma: capital surges in transition economic” [online]. *Finance and Development*, 39 (3). Available from: [www.imf.org].

**Medina-Smith, E., 2001.** “Is the export-led growth hypothesis valid for developing countries? A case study of Costa Rica” [online]. *United Nations Conference on Trade and Development, Policy issues in international trade and commodities study series*, No. 7. Available from: [http://192.91.247.38/tab/pubs/itcdtab8\_en.pdf].

**Mihaljek, D., 2003.** “Macroeconomic aspects of Croatia's accession to the European Union”, in K. Ott ed. *Croatian accession to the European Union: economic and legal challenges* [online]. Zagreb: Institute of Public Finance : Frierdich Ebert Stiftung, 25-66. Available from: [http://www.ijf.hr/eng/EU/mihaljek.pdf].

**Mihaljek, D. and Klau, M., 2003.** “The Balassa-Samuelson effect in central Europe: a disaggregated analysis”. *BIS working paper* no. 143. U pripremi za *Comparative Economic Studies*, Winter 2004.

**Vujčić, B., 2003.** “Monetary policy and of capital flows in a situation of high euroisation: the case of Croatia”. *BIS papers* No. 17, 79-98.

## **D u b r a v k o M i h a l j e k : Challenges to Macroeconomic Stability: a Speed Limit on Croatia's Accession to the European Union?**

### *Summary*

*This paper analyses three issues that could affect macroeconomic stability and hence the speed of Croatia's accession to the European Union (EU): (i) Can the economy continue to rely on domestic demand as the main source of growth or is stronger reliance on exports necessary in the medium term? (ii) Is the external current account deficit in Croatia “excessive” and how have high deficits been corrected in the past? (iii) Does the expansion of bank credit to the private sector carry the seeds of macroeconomic instability? The paper argues that clearer signs of healthier growth have emerged since 2000, and that the Croatian economy should be able to adjust in an orderly manner to the widening external deficit in 2002-03. However, there are reasons to be concerned about the expansion in private sector credit, as recently it has been financed largely by foreign borrowing. It is large capital inflows that are likely to become the main challenges for macroeconomic policy in the run-up to the accession of Croatia to the EU. Policy makers will in particular have to address the so-called “Tošovský dilemma”, i.e., set interest rates at an appropriate level: setting them too high would invite excessive short-term inflows, while setting them too low would lead to excessive investment and thus inflation.*