

# Liberalizacija kapitalnih tokova i njihov utjecaj na buduća makroekonomska kretanja u Republici Hrvatskoj

---

**Abadžić, Naima**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2019**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:314622>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-14**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet  
Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija, smjer: Financije

**LIBERALIZACIJA KAPITALNIH TOKOVA I NJIHOV UTJECAJ NA  
BUDUĆA MAKROEKONOMSKA KRETANJA U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

Diplomski rad

Naima Abadžić

Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet

Primljeno: 24-09-2019

Org. jed.	Broj	Prilog	Vrijednost
02	24	119	

Zagreb, rujan, 2019.

**Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet  
Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija, smjer: Financije**

**LIBERALIZACIJA KAPITALNIH TOKOVA I NJIHOV UTJECAJ NA  
BUDUĆA MAKROEKONOMSKA KRETANJA U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

**LIBERALIZATION OF CAPITAL FLOWS AND THEIR  
IMPACT ON FUTURE MACROECONOMIC TRENDS IN  
CROATIA**

**Diplomski rad**

**Naima Abadžić, 0067512325**

**Mentor: doc. dr. sc. Valentina Vučković**

**Zagreb, rujan, 2019.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni/diplomski/specijalistički rad, odnosno doktorska disertacija isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:



U Zagrebu 30.9.2019

## SAŽETAK

Proces liberalizacije kapitalnih tokova jedan je od najznačajnijih oblika reformi koje neko gospodarstvo može provesti. Kapitalni tokovi uvelike utječu na kretanje BDP-a, blagostanje u zemlji i samu ekonomsku stabilnost. Slobodno, ali regulirano i uređeno tržište koje prihvaća strani kapital, temelj je ekonomskog prosperiteta. Kretanje kapitalnih tokova u Hrvatskoj obilježeno je tranzicijskim razdobljem i promjenom koja je uslijedila nakon pristupanja Europskoj Uniji. Ekonomska zajednica kojoj pripadamo, dala nam je brojne slobode, a ona o neometanom kretanju kapitala jedna je od njih. Liberalizacija tokova kapitala predstavlja oslobađanje unutar financijskog sustava koji direktno olakšavaju procese investiranja, a koji predstavljaju inozemne priljeve kapitala. S obzirom da je riječ o liberalizaciji unutar financijskog sektora, jasno je da se posljedica ovakvog sustava očituje i u monetarnom aspektu gospodarstva. Kapitalna kretanja važan su instrument kojim se mogu kreirati ekonomske politike, a njihova stabilnost u velikoj mjeri definira i dugoročnu stabilnost cijelog gospodarstva.

**Ključne riječi:** liberalizacija kapitalnih tokova, ekonomski rast i razvoj, dugoročna stabilnost

## **ABSTRACT**

The process of liberalization of capital flows is one of the most significant forms of reform that an economy can implement. Capital flows greatly affect GDP trends, domestic prosperity and economic stability itself. A free but regulated market that accepts foreign capital is the basis of economic prosperity. The movement of capital flows in Croatia is marked by the transition period and the change that followed the accession to the European Union. The economic community to which we belong has given us many freedoms, and one about the free movement of capital is one of them. The liberalization of capital flows represents a release within the financial system that directly facilitates investment processes, and which represents foreign capital inflows. Given that this is a liberalization within the financial sector, it is clear that the consequence of such a system is also evident in the monetary policy of the economy. Capital movements are an important instrument by which economic policies can be created, and their stability largely defines the long-term stability of the entire economy.

**Key words:** liberalization of capital flows, economic growth and development, long run stability

# Sadržaj

1. UVOD .....	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori podataka i načini prikupljanja .....	2
1.3. Sadržaj i struktura rada .....	2
2. TEORIJSKE ZNAČAJKE LIBERALIZACIJE KAPITALA.....	4
2.1. Teorijsko određenje procesa liberalizacije i globalizacije.....	4
2.2. Učinci liberalizacije na ekonomsku politiku i ekonomski rast: pregled dosadašnjih teorijskih i empirijskih istraživanja .....	7
2.3. Poimanje liberalizacije kapitalnih tokova u kontekstu postojanja četiri slobode .....	10
3. KRETANJA KAPITALA U HRVATSKOJ I LIBERALIZACIJA TOKOVA KAPITALA	13
3.1. Kapitalna kretanja u razdobljima tranzicije na primjerima zemalja Europske Unije ...	13
3.2. Utjecaj liberalizacije kapitala na monetarnu politiku .....	20
3.3. Utjecaj liberalizacije kapitalnih tokova na zemlje članice Europske Unije .....	23
4. POVEZANOST KAPITALNIH KRETANJA I MAKROEKONOMSKE RAVNOTEŽE U HRVATSKOJ.....	29
4.1. Utjecaj liberalizacije kapitalnih tokova na makroekonomsku stabilnost u Hrvatskoj..	29
4.2. Dugoročne prognoze makroekonomske stabilnosti u Hrvatskoj.....	32
4.3. Političko-ekonomske odrednice (ne)uspješnosti liberalizacije u Hrvatskoj.....	35
5. ZAKLJUČAK .....	39
LITERATURA.....	41
POPIS SLIKA .....	43
POPIS GRAFIKONA .....	43

## 1. UVOD

### 1.1. Predmet i cilj rada

Ulazak Hrvatske u Europsku Uniju osim svojevrsne političke zajednice, predstavlja i dugoročno veliku priliku, ali i izazov za gospodarski rast i razvoj. Olakšano otvaranje gospodarstva ka novim tržištima, te pristupačniji uvjeti razmjene, što dobara i usluga što ljudskog kapitala, stvorilo je ekonomsku zajednicu ujedinjenih zemalja i pružilo priliku za ubrzavanje i unapređivanje razvoja. Razlozi tomu prvenstveno se nalaze u postojanju četiri slobode koje jamči Europska Unija, a odnose se na liberalizirane tokove roba, usluga, ljudi i kapitala. U okviru ovoga rada poseban naglasak staviti će se na liberalizaciju tokova kapitala.

Liberalizacija tokova kapitala predstavlja oslobađanje unutar financijskog sustava koji direktno olakšavaju procese investiranja, a koji predstavljaju inozemne priljeve kapitala. S obzirom da je riječ o liberalizaciji unutar financijskog sektora, jasno je da se posljedica ovakvog sustava očituje i u monetarnom aspektu gospodarstva. Stoga će se u ovome radu, također prikazati i utjecaj na monetarnu politiku Hrvatske.

S obzirom da se prilikom analiziranja stanja gospodarstva, određena ekonomija ne može promatrati kao jedinka, već je za relevantnu ocjenu stanja potrebna i komparacija sa zemljama sličnih karakteristika, u radu će se napraviti i usporedba sa zemljama sličnih ekonomija koje su također članice EU. U kontekstu usporedne analize, istaknuti će se prednosti i nedostaci Hrvatske u odnosu na odabrane zemlje. Drugim riječima, pokazati će se kako su odabrane ekonomije iskoristile pogodnosti liberaliziranih kapitalnih tokova te kako se to odrazilo na njihove ekonomije, a kako je to iskoristila Hrvatska.

U konačnici, utjecaj kapitalnih priljeva od značaja je za BDP svakog gospodarstva, a u ovom radu prikazati će se i njihov utjecaj na dugoročnu makroekonomsku stabilnost gospodarstva. Važnost ove teme leži u tome što objašnjava povezanost liberaliziranih tokova kapitala i makroekonomske ravnoteže u dugome roku koja je jedan od glavnih pokazatelja stabilnosti gospodarskog sustava.



## 1.2. Izvori podataka i načini prikupljanja

Za potrebe pisanja ovoga rada korišteni su pretežito sekundarni podaci, ponajviše znanstveni radovi i članci povezani s temom rada. Također, za potrebe analize i izrade grafičkih prikaza korišteni su podaci Eurostata.

## 1.3. Sadržaj i struktura rada

Svrha rada je prikazati uzročno posljedične veze koje vladaju između liberalizacije kapitalnih tokova i ekonomskog rasta i razvoja. U radu će se pojasniti pojam liberalizacije, prikazati će se njegovi teorijski aspekti, ali i primjeri zemalja koje su provele liberalizaciju. Također prikazati će se i položaj hrvatskog gospodarstva kroz dva značajna perioda- tranziciju i ulazak u Europsku Uniju. Cilj rada je i ukazati na pogreške prilikom provođenja procesa liberalizacije, te ukazati na prostor u kojem je moguće napraviti pomake za poboljšanje gospodarstva.

U drugom poglavlju rada daje se teorijski okvir pojmova liberalizacije i globalizacije. S obzirom da su slobodni tokovi kapitala tekovina četiri slobode na kojima počiva ekonomsko-politička zajednica EU, objasniti će se njihova važnost u političkom kontekstu. Također, u ovom djelu rada biti će prikazana njihova važnost u ekonomskom smislu, na način da će se prikazati dosadašnja istraživanja o povezanosti između liberalizacije kapitalnih tokova i ekonomskog prosperiteta.

U trećem dijelu rada, naglasak će se staviti na ekonomski položaj Republike Hrvatske. Razmotriti će se, teorijski i empirijski, položaj našeg gospodarstva prije i poslije stjecanja uvjeta za liberalizaciju kapitalnih tokova. S obzirom na ekonomski zakon „spojenih posuda“ i činjenicu da je liberalizacija iznimno zahtjevna reforma, jasno je da se njezine posljedice prelijevaju i na druge aspekte ekonomskih politika. Upravo zbog toga, razmotriti će se utjecaj takve reforme na ponašanje monetarnog sektora. Zaključak poglavlja donosi komparativnu analizu, u kojoj će se prikazati kako su se Hrvatskoj srodne zemlje snašle u uvjetima liberaliziranog kapitalnog tržišta, koje su prilike iskoristile, a koje propustile, te koji je bio konačni *output* za gospodarstvo.

U četvrtom poglavlju rada fokus se stavlja na povezanost kapitalnih tokova i dugoročne stabilnosti gospodarstva. Iako je ova povezanost jasna i već na prvi pogled, u ovom dijelu iznosi

se detaljna analiza čimbenika dugoročne stabilnosti. Ovo poglavlje također se bavi položajem Hrvatske po tom pitanju. Istražiti će razlozi (ne)uspješnosti reforme liberalizacije u Hrvatskoj, te prikazati dugoročne prognoze makroekonomske stabilnosti.

## 2. TEORIJSKE ZNAČAJKE LIBERALIZACIJE KAPITALA

U ovom se poglavlju rada daje teorijski okvir pojmova liberalizacije i globalizacije. Važno je naglasiti da je globalizacija na neki način uvjetovala razvoj liberalizacije. Liberalizaciju kapitalnih tokova u teoriji smatram jednim dijelom globalizacije, odnosno za nju kažemo da to financijska globalizacija. U kontekstu Europske Unije, koja je također ekonomska, pravna i politička zajednica nastala na temeljima globalizacijskog integriranja tokovi kapitala su tekovina četiri slobode na kojima počiva ekonomsko-politička zajednica EU, objašnjava se njihova važnost u političkom kontekstu. Također, prikazuju se dosadašnja istraživanja o povezanosti između liberalizacije kapitalnih tokova i ekonomskog prosperiteta.

### 2.1. Teorijsko određenje procesa liberalizacije i globalizacije

Globalizaciju bismo danas najjednostavnije mogli objasniti kao pojavu koja podrazumijeva ukidanje barijera u svjetskoj trgovinskoj razmjeni. Dakako, njezini efekti očituju se i u aspektu svakodnevnog života ukoliko za primjer samo uzmemo modernu tehnologiju. Dostupnost informacija, povezanost svijeta na svim razinama, razumijevanje stranih jezika, internacionalni pristupi u poslovanju, sve to možemo okarakterizirati kao tekovinom globalizacije. Početak globalizacije teško je odrediti, ali ako uzmemo u obzir da on u srži predstavlja slobodu tokova roba, usluga, ljudi i kapitala, a ekonomski se takva pojava javlja u 19. stoljeću kada je Britansko Carstvo bilo najvećim zagovornikom slobodnog režima, korijene liberalizacije možemo svrstati u viktorijansko doba. Danas, kada je globalizacija pojam o kojem se gotovo već sve zna i njegova je prisutnost apsolutno neupitna, većina ekonomista složila bi se definicijom Međunarodnog monetarnog fonda koji globalizaciju definira kao povijesni proces, rezultat ljudske inovacije i tehnološkog napretka (Mahmutović i Talović, 2014).

Globalizaciju možemo promatrati kao pojavu koja otvara ekonomske i pravno-političke aspekte. Globalizacija je u ekonomskom smislu, proces kojim se smanjuju ili potpuno ukidaju prepreke u međunarodnoj ekonomskoj razmjeni i povećava ekonomska integracija među zemljama. Drugim riječima, postojanje međunarodnih, velikih poduzeća, koncerna i općenito govoreći internacionalnog poslovanja u svrhu ostvarivanja što veće dobiti uz manje troškove dovodi do integracije ekonomija. Jasno je da se postojanje ekonomskih integracija mora na neki način regulirati i pravnim okvirom koji se uzročno-posljedično morao prilagoditi globalizaciji. Pravno-politički aspekt globalizacije donosi slabljenje suverena koje je nastalo kao posljedica uključivanja u međunarodne ugovore, zajednice i organizacije, a oslabljivanje

državne vlasti posebno se uočava u području financija (Lončar, 2005). Najjednostavniji primjer možemo potražiti i u činjenici da Europska Unija koja predstavlja zajednicu zemalja kroji monetarnu politiku čija je svrha nadnacionalna stabilnost, a ne stabilnost određene članice.

Upravo je globalizacija povezala svijet na sve moguće načine, pa tako i rizici jedne zemlje bez problema postaju problem druge ekonomije. To najbolje vidimo i na primjerima kriza, gdje je nemoguće da zahvati jednu zemlju, bez da se prelije na ostatak zemalja u susjedstvu i svijetu. Globalizacija stoga predstavlja i veliki izazov današnjim ekonomijama (Kotarski, 2012). Iz globalizacije je proizašao i fenomen *sudden stop* koji se definira kao iznenadni prestanak priljeva kapitala, što dovodi do krize platne bilance i mogućih nacionalnih gubitaka u budućnosti (Radošević, 2010).

Vrlo bitna komponenta globalizacije je međunarodno kretanje kapitala, što je omogućeno njegovom liberalizacijom (Mahmutović i Talović, 2014). Dakle, širenjem financijske globalizacije, koja je posljedica širenja ekonomske globalizacije, olakšali su se pristupi investitorima novim tržištima. Kao posljedica povećanih ulaganja, javila se potreba da se procesi investiranja ubrzaju i olakšaju što je uvjetovalo razvoju liberalizacije kapitalnih tokova. Liberalizacija kapitalnog računa u teoriji promatra se kao bolje uključivanje zemlje u svjetske tokove štednje, i investicija što bi u načelu moralo omogućiti bolju alokaciju oskudnih ekonomskih izvora (Globan, 2011). Drugim riječima, olakšava se pristup kapitalu koji se kreće od bogatijih zemalja ka onima u razvoju.

Od početka 21. stoljeća liberalizacija kapitala značajna je ekonomska pojava u tranzicijskim zemljama. Takva gospodarstva karakterizira tržište viših kamatnih stopa, rastuće likvidnosti, procesi privatizacije i financijske deregulacije koji pozitivno utječu na priljev inozemnog kapitala. Obilježje tranzicijskih ekonomija je i manjak nacionalne štednje, tako da priljev kapitala ne predstavlja samo korist, nego i potrebu koja omogućuje daljnji razvoj (Radošević, 2009). Jasno je da ekonomski ciklusi također imaju veliku ulogu u razvoju procesa liberalizacije i da se njegova pojava intenzivira u vrijeme ekonomske ekspanzije. U kontekstu Europe, najveći broj investicija koje su posljedica liberaliziranih tokova kapitala događaju se u razdoblju do 2008. godine, odnosno u pred kriznom razdoblju širenja Europske Unije. Dok će detaljnija analiza o ekonomskoj važnosti kapitalnih tokova biti iznesena u sljedećem poglavlju, može se zaključiti da je kriza pokazala kako procese liberalizacije ne treba provoditi ubrzano, samo sa željom da se investira što više i pod svaku cijenu, već da tako složeni i značajniji procesi moraju

biti vođeni s velikom pažnjom.

Nadalje u svome radu Radošević (2009) iznosi i istraživanja drugih autora koji su se bavili pitanjem liberalizacije, a koji se ukratko opisuju u nastavku. Nsouli i ostali (2002) sugerirali su preporuke za reforme namijenjene onima koji odlučuju o ekonomskim politikama, a u okviru kojih se predlažu temeljni principi za određivanje brzine reformi (Radošević, 2009):

- (1) Procjena početnih uvjeta u kojima se nalazi konkretna ekonomija, razmjeri neravnoteže i strukturne neusklađenosti uvjetuju izbor konkretnih strategija. Primjerice, ako su inicijalne neravnoteže i strukturne neusklađenosti znatne, tada je potrebna gradualistička strategija reformi.
- (2) Procjena raspoloživosti financiranja, koje stoji na raspolaganju, vrlo je važna. Ako je pojedina zemlja već visoko zadužena, brzina reformi morala bi se usporiti, jer dalje zaduživanje za strukturne reforme više nije moguće.
- (3) Veći institucionalni kapaciteti za formuliranje i provedbu reformi mogu ubrzati reforme.
- (4) Vrlo važan aspekt ekonomskih reformi je i politička ekonomija, tj. političke okolnosti u konkretnoj zemlji. Primjerice, ako se vlada nalazi na isteku mandata, tj. ako joj predstoje izbori, tada će biti oprezna u poduzimanju dubljih reformi.
- (5) Mogućnost zadržavanja dinamike reformi ili, čak njihovog ubrzavanja ovisi o sposobnosti vlasti u dobivanju široke potpore javnosti za reforme tj. Postizanju društvenog konsenzusa.
- (6) Stupanj kredibiliteta koji ovisi o mnogim faktorima - ponekad je potrebno poduzeti odlučne mjere već na početku procesa reformi, da bi se zadržala vjerodostojnost.
- (7) Određivanje prioriteta reformi i utvrđivanje realnih tokova za njihovo ostvarivanje.
- (8) Koje su opcije za politike reformi? Isti ciljevi reformi mogu biti ostvareni primjenom različitih politika, s različitim troškovima prilagodbe i učincima na distribuciju dohotka, pri čemu se radi o usporedbi različitih opcija i o procjeni tzv. *trade off*-a.
- (9) Važnost postojanja rezervnog plana koji bi se mogao primijeniti u slučaju neuspjeha reformi ili neočekivanih šokova.

Liberalizacija kapitalnog računa kao jedna od reformi zahtijeva različite strategije ovisno o strukturi kapitalnih tokova, prije svega, strukture kapitalnih priljeva. Selektivna liberalizacija kapitalnog računa – s različitim redoslijedom i brzinama liberalizacije individualnih komponenti međunarodnih tokova kapitala – mora biti sastavnim dijelom strategije liberalizacije financijskoga sektora i nacionalne ekonomije. Osim toga, liberalizacija se mora

uskладiti s jačom regulacijom i kontrolom financijskih tržišta, da bi se izbjegla nestabilnost financijskoga sustava (Radošević, 2010).

Radošević (2010) upozorava da je u izradi strategije liberalizacije kapitalnog računa potreban sveobuhvatan pristup u nekoliko faza. Prva faza obuhvaća dijagnozu ekonomskoga stanja zemlje i projekcije ekonomskih kretanja te analizu postojećeg sustava reguliranja kapitalnih tokova, a važan dio ovoga dijela strategije bili bi pregled i ocjena učinkovitosti postojećih kapitalnih kontrola. Druga faza se odnosi na procjenu rizika koji se odnose na financijsku stabilnost. Nadalje, treća faza obuhvaća izradu opsežnog plana za redosljed mjera liberalizacije kapitalnoga računa i njihovu koordinaciju s ostalim ekonomskim politikama, pri čemu se brzina i redosljed mjera moraju utvrditi pojedinačno za svaku zemlju i moraju biti usklađene s konkretnim okolnostima u specifičnoj ekonomiji. Konačno posljednja faza bila bi planiranje detaljnog akcijskog plana za provedbu strategije liberalizacije kapitalnoga računa.

## 2.2. Učinci liberalizacije na ekonomsku politiku i ekonomski rast: pregled dosadašnjih teorijskih i empirijskih istraživanja

Prevladavajuće mišljenje u literaturi je da liberalizacija pozitivno utječe na ekonomski rast i razvoj. Tako neoklasičari tvrde da ključna korist financijske integracije proizlazi iz dugoročnih neto tokova kapitala od industrijskih zemalja prema zemljama u razvoju, te da su koristi od financijske integracije uglavnom indirektna i evidentiraju se kao poboljšanja u strukturnim, institucionalnim i makroekonomskim varijablama ekonomske politike u dugom roku (Marčetić, Mušikić i Turanjanin, 2018). U kontekstu financija, uvažena je teza da su upravo niže kamatne stope u razvijenim zemljama, u odnosu na nerazvijene, ključni faktor kretanja kapitalnih tokova koji ukoliko nisu kontrolirani, mogu dovesti do pregrijavanja ekonomije zemlje primatelja kapitala (Bruno, Shin, 2015).

U svome radu Lovrinčević, Butorac i Marić (2005) objašnjavaju kako priljevi inozemnog kapitala djeluju na ekonomiju kroz dva kanala. Inozemni kapital može direktno pogodovati ekonomskom razvoju kroz povećavanje razine domaćih investicija i njihove efikasnosti. Inozemni kapital, u gospodarstvima s nedovoljnim razinama nacionalne štednje, ponaša se kao komplement. Također, jasno je da između priljeva inozemnog kapitala i domaćih investicija zemlje primatelja tog kapitala vlada pozitivna veza, postavlja se pitanje odnosa inozemnog

kapitala i nacionalne štednje zemlje primatelja. U tom slučaju ne može se sa sigurnošću utvrditi postojanje pozitivne veze, s obzirom na različito ponašanje. U svjetlu tih međuovisnosti može se zaključivati i o utjecaju priljeva inozemnog kapitala na saldo tekućeg računa zemalja primatelja, jer je saldo tekućeg računa bilance plaćanja po računovodstvenom identitetu jednak razlici između nacionalne štednje i domaćih investicija. U svome radu Lovrinčević, Marić i Mikulić (2004) iznose mišljenja i drugih autora poput Boswortha i Collinsa (1999); Mody i Murshida (2004); te Cohena (1993), koji se opisuju u nastavku. Bosworth i Collins (1999.) empirijski su utvrdili pozitivnu vezu između priljeva inozemnog kapitala i domaćih investicija zemalja u razvoju u tijeku osamdesetih i devedesetih godina 20. stoljeća (*“crowding-in effect”*). S obzirom da je statistički značajna i negativna veza ustanovljena između priljeva inozemnoga kapitala i nacionalne štednje, implicira se da su nacionalna štednja i inozemna štednja, u cjelini gledano, supstituti, a ne komplementi, pa ograničavanje priljeva inozemnog zaduživanja dovodi do porasta nacionalne stope štednje. Nadalje, Mody i Murshid (2004.) pokazuju da je veza između priljeva inozemnoga kapitala i odabranih makroekonomskih agregata bila značajnija u tijeku osamdesetih u odnosu na devedesete. Gruben i McLeod (1998.) su utvrdili pozitivnu vezu između priljeva inozemnoga kapitala i gospodarskoga rasta, s različitim intenzitetom u različitim zemljama. Preciznije, pokazali su se značajnijima i jačima u slučaju zemalja Latinske Amerike u odnosu na zemlje Azije. Pozitivna je veza utvrđena između priljeva inozemnoga kapitala i nacionalne štednje, no samo na razini prosjeka svih zemalja. Budući da su se u pojedinim zemljama pokazali čak i učinci istiskivanja, ne može se u potpunosti potvrditi hipoteza o pozitivnoj vezi između priljeva inozemnoga kapitala i nacionalne štednje. Također, Cohen (1993.) empirijski potvrđuje učinak istiskivanja nacionalne štednje zemalja u razvoju. Budući da je taj rad nastao u vrijeme izraženih kritika na liberalizaciju tijekom kapitala u zemlje u razvoju zbog dužničke krize, zaključak je rada da se povećanjem nacionalne štednje može utjecati na smanjenje priljeva inozemne štednje.

Lovrinčević, Butorac i Marić (2005) zaključuju da priljev inozemnoga kapitala, ne samo da može povećati razinu domaćih investicija u gospodarstvu, nego može povećati i efikasnost investicija i preko toga mehanizma utjecati na gospodarski rast. Pritom se povećanje efikasnosti domaćih investicija uglavnom veže uz FDI. Navode rad koji su napisali Borensztein, De Gregorio i Lee (1998.), a koji su to i empirijski potvrdili na uzorku od 69 zemalja u razvoju. Rezultati analize pokazuju da su priljevi FDI u zemlje u razvoju važan mehanizam transfera tehnologije, *know-howa* i brojnih učinaka prelijevanja, koji imaju relativno više utjecaja na gospodarski rast, nego na razinu ukupne domaće investicijske aktivnosti. Konačno,

Lovrinčević, Mikulić i Marić (2004.) su, na uzorku od 11 tranzicijskih zemalja, empirijski potvrdili da je priljev FDI imao veći utjecaj na povećanje efikasnosti investicija, nego na povećanje same razine domaćih investicija.

Problematika međunarodnih tokova kapitala često je obrađivana tema u ekonomskoj teoriji. Ako se odvojeno promatraju pojedine kategorije međunarodnih tokova kapitala, lako se primijeti da postoji više literature, kako teorijske tako i empirijske, na temu direktnih stranih investicija, a učinci priljeva portfolio stranih investicija i ostalih stranih investicija znatno su manje proučavani. Priljev kapitala u skupinu zemalja u razvoju također je široko obrađivana tema. Kao što je navedeno u prethodnom poglavlju, period krize skrenuo je pažnju ekonomista i znanstvenika na traženje uzroka krize u kapitalnim tokovima. Kao rezultat, stabilnost, tj. volatilnost kapitalnih priljeva postaje područjem interesa, ali i zabrinutosti za nositelje ekonomske politike.

Od domaćih autora koji se bave pitanjem volatilnosti, moguće je izdvojiti Globana i Arčabića (2012) koji u svome radu navode i mišljenja brojnih drugih autora. Većina autora kao mjeru volatilnosti koristi standardnu devijaciju i koeficijent varijacije te razlikuje pojedine oblike kapitalnih priljeva prema stupnjevima volatilnosti. Tako primjerice autori navode radove Weia (2001, 2006) koji je na uzorku zemalja u razvoju pokazao da su u razdoblju od 1980. do 2003. izravna ulaganja bila osjetno manje volatilna od inozemnih kredita te portfeljnih ulaganja. Također opisuju i pristup autora Oseia, Morrisseyja i Lensinka (2002) koji, osim koeficijentom varijacije, volatilnost mjere i indeksima volatilnosti koji uzimaju u obzir očekivanja investitora o budućim kretanjima kapitalnih priljeva. Njihovi rezultati su pokazali da se volatilnost svih oblika priljeva povećala u 1990-ima u odnosu na ranija desetljeća te da je volatilnost izravnih stranih ulaganja niža nego ostalih privatnih tokova kapitala (Globan i Arčabić, 2012). Jovančević, Globan i Arčabić (2011), na uzorku zemalja Srednje i Istočne Europe, analiziraju volatilnost kapitalnih priljeva tijekom posljednje financijske krize te su pokazali da su izravna strana ulaganja u tom razdoblju bila 3-3,5 puta stabilnija od inozemnih kredita. Autori su pritom kao mjere volatilnosti koristili standardnu devijaciju, koeficijent varijacije i indeks volatilnosti.

Zaključno, bitno je napomenuti da su različite vrste kapitalnih tijekova na globalnom tržištu te da postoje različiti načini njihova definiranja ovisno od toga da li se polazi od smjera kapitalnih tijekova, tipa zajmodavca ili zajmoprimca, ili pak ovisno o pravnom obliku ugovora, dospijeću i drugo. Inozemna izravna ulaganja (FDI) predstavljaju oblik kapitalnih tijekova koji



omogućuju pristup intelektualnom vlasništvu, bilo u obliku pristupa tehnologiji uključenoj u patent, tržišne marke, pristupa stranim tržištima i slično. Također, FDI se smatraju manje volatilnima od portfolio ulaganja i ostalih oblika kapitala jer su najčešće motivirani dugoročnim čimbenicima (Franc, 2013). Stoga ni ne čudi da istraživanja o učinku kapitalnih tijekova na rast i razvoj nisu rezultirala jedinstvenim zaključcima, već da oni variraju ovisno o odabranim pokazateljima, metodama i sl.

### 2.3. Poimanje liberalizacije kapitalnih tokova u kontekstu postojanja četiri slobode

Europska Unija predstavlja ekonomsku i političku zajednicu zemalja članica među kojima vlada povlašteni status kada je riječ o međunarodnoj razmjeni. U gospodarskom smislu, koristi koje se mogu izvesti odnose se na četiri slobode s aspekta neometenog kretanja roba, usluga, ljudi i kapitala. U kontekstu teme ovoga rada posebno se izdvaja monetarni aspekt, koji se odnosi na Europsku monetarnu uniju - zajednicu istog valutnog područja.

Neometano kretanje roba obuhvaća ukidanje carina i taksu s jednakim učinkom, usvajanje zajedničke carinske tarife prema trećim državama, zabranu količinskih ograničenja i mjera s jednakim učinkom, te reformu državnih monopola. Cilj ovih mjera je integriranje tržišta država članica i osiguravanje slobodnog kretanja robe, slično onome unutar teritorija jedne države. Liberalizacija usluga pruža ekonomskim subjektima mogućnost da svoje usluge slobodno nude na zajedničkom tržištu bez obzira na to u kojoj im je državi sjedište. Rezultat su koristi za pružatelja usluge i za primaoca usluge: pružatelj širi svoju bazu korisnika usluga, dostupniji je i ostvaruje veći potencijal, dok se korisnicima nudi veći izbor alternativa po boljim uvjetima. Konačno, sloboda kretanja ljudi omogućuje selidbu u bilo koju državu članicu bez diskriminacije.

Za potrebe ovoga rada najznačajnija sloboda je ona o mobilnosti kapitala. Ona zabranjuje restrikcije za kretanje kapitala i plaćanja kako između država članica tako i, uz određene izuzetke, između država članica i trećih država. Ova odredba obuhvaća propise iz područja poput ulaganja, investicijskih fondova, depozita, osiguranja imovine, kredite, te se odnosi i na borbu protiv pranja novca i financiranje terorizma. Za Hrvatsku je 1. siječnja 2011. godine nastupila potpuna liberalizacija kapitalnih tokova te se hrvatskim investitorima otvorila mogućnost da neometano ulažu ili primaju investicije od ostalih zemalja članica, olakšana je kupovina nekretnina u drugim zemljama itd. Veliki sudionik ove liberalizacije su i financijske

institucije čija je obveza poslovanje voditi transparentno te biti u mogućnosti predstaviti sve informacije zainteresiranim stranama.

Prilikom pristupanja EU zemlje članice dužne su proći kroz Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju (*Stability and Accession Agreement - SAA*) koji predstavlja prvi korak u integraciji, a od njegovog prihvaćanja 2002. godine Hrvatska je imala četiri godine za implementaciju članaka sporazuma između kojih se neki odnose na četiri slobode. Obveze koje je Republika Hrvatska preuzela po tom sporazumu, u kontekstu liberaliziranih kapitalnih tokova su sljedeće, obuhvaćale su omogućavanje slobodnih transakcija izravnim stranim ulaganjima (FDI) i dohocima od izravnih stranih ulaganja; omogućavanje slobodnih transakcija kapitalom za komercijalne kredite i zajmove s rokom dospijeca iznad jedne godine (dakle, dugoročne ostale investicije) te slobodne transakcije kapitalom za portfolio investicije i financijske zajmove do jedne godine (Babić, 2002):

U drugom razdoblju, nakon što su protekle prve četiri godine od prihvaćanja SAA-a, Hrvatska i EU uspostavile su preduvjete za dalju liberalizaciju kapitalnih transakcija prema standardima EU. Naravno, u posebnim situacijama kada kretanja kapitala ugrožavaju tečajnu ili monetarnu politiku zemlje, dozvoljeno je uvesti mjere ograničenja kontrole kapitala na razdoblje ne duže od šest mjeseci. Stanje liberalizacije kapitalnog računa u zemljama EU ili “konačni cilj” liberalizacije kojemu Hrvatska, odnosno svaka članica EU teži, može se iščitati iz raznih Direktiva (zakona i pod zakonskih akata EU)<sup>1</sup>.

Liberalizacija kretanja kapitala nije nova pojava, no brzina širenja i dubina samog procesa u obilježeni su neviđenim porastom. Nadalje, dok je slobodno kretanje kapitala u prošlosti imalo svega nekoliko zemalja i nekoliko sektora te su obično kapitalni tijekovi pratili trgovinske tijekove, danas je primjetan globalni trend proliferacije slobodnog kretanja kapitala (Franc, 2013). Kao što je prethodno i opisano, Hrvatska nije iznimka te se u sljedećem poglavlju

---

<sup>1</sup> Npr. direktiva 88/361/EEC, iz 1998. godine, zahtjeva progresivno ukidanje svih ograničenja na kretanje kapitala između zemalja članica EU (ondašnje EEZ) i svake diskriminacije kretanja kapitala temeljene na nacionalnosti ili boravištu rezidenta EU. Tu su direktivu zemlje članice morale provesti do srpnja 1990. godine (osim Grčke, Portugala i Španjolske, koje su kasnije postale članice EEZ-a). Ta je direktiva dalje zahtijevala od zemalja članica da i sa trećim zemljama vode liberalnu politiku kretanja kapitala. Pritom se zemljama članicama omogućava da uvedu privremena ograničenja kretanja kapitala u slučaju nepovoljnih kratkoročnih tokova kapitala koji bi zemlju članicu spriječili u vođenju monetarne i tečajne politike (što se, uostalom, na isti način omogućilo i Hrvatskoj u okviru SAA-a) (Babić, 2002).

detaljnije opisuje liberalizacija kretanja kapitala u Hrvatskoj.

### **3.KRETANJA KAPITALA U HRVATSKOJ I LIBERALIZACIJA TOKOVA KAPITALA**

U ovom se poglavlju razmatra, teorijski i empirijski, položaj hrvatskog gospodarstva prije i poslije stjecanja uvjeta za liberalizaciju kapitalnih tokova. S obzirom na ekonomski zakon „spojenih posuda“ i činjenicu da je liberalizacija iznimno zahtjevna reforma, jasno je da se njezine posljedice prelijevaju i na druge aspekte ekonomskih politika. Upravo zbog toga, razmatra se utjecaj takve reforme na ponašanje monetarnog sektora. Također, poglavlje donosi komparativnu analizu, u kojoj će se prikazati kako su se Hrvatskoj srodne zemlje snašle u uvjetima liberaliziranog kapitalnog tržišta, koje su prilike iskoristile, a koje propustile, te koji je bio konačni *output* za gospodarstvo.

3.1. Kapitalna kretanja u razdobljima tranzicije na primjerima zemalja Europske Unije

Liberalizacija međunarodne trgovine bila je jedna od značajnijih strukturnih i institucionalnih reformi koje su tranzicijske zemlje na početku devedesetih godina 20. stoljeća pokrenule. Započele su s liberalizacijom tekućeg računa bilance plaćanja, koji je potom slijedila djelomična liberalizacija kapitalnog računa. Iako je priljev inozemnoga kapitala u tranzicijske zemlje u razdoblju 1993.- 2003. bio vrlo značajan, njegovi učinci na ekonomski rast i konkurentnost u međunarodnoj razmjeni su bili raznoliki. Dok su neke od tranzicijskih zemalja uspjele značajno povećati investicije i promijeniti strukturu izvoza, s druge su strane neke zemlje bile manje uspješne (Lovrinčević, Butorac, Marić, 2004). Prema tim autorima, neuspješne su bile one zemlje koje su kapitalne priljeve koristile kao inozemno zaduživanje s namjenom potrošnje, a ne dugoročnog investiranja.

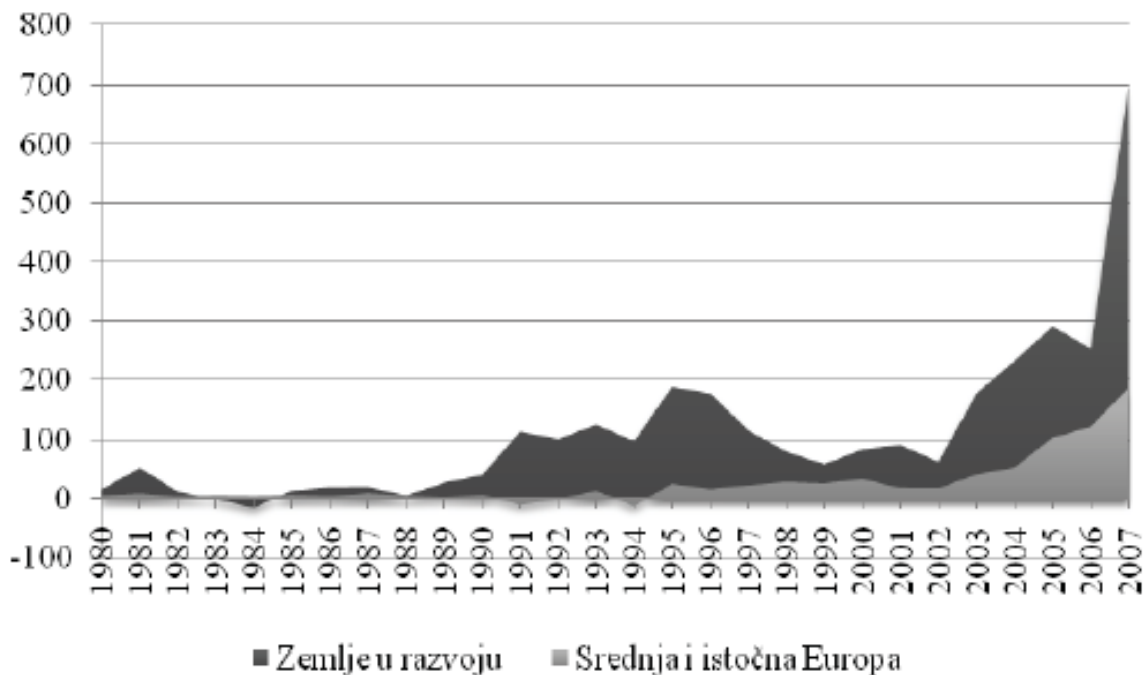
Ukoliko pretpostavimo da je liberalizacija kapitalnih tokova olakšala investiranje možemo zaključiti da mobilnost kapitala dodatno povećava nacionalni dohodak. S obzirom da su početci tranzicije za sobom donijeli pad proizvodnje, rast nezaposlenosti i inflacije, rasla je potreba za inozemnim kapitalom jer nacionalna štednja bila nedovoljna. Prvi priljevi kapitala bili su vezani za liberalizaciju trgovine i privatizaciju, dok su daljnji kapitalni priljevi rasli ovisno o uspješnosti provođenja strukturnih reformi i uslijed procesa pridruživanja Europskoj Uniji (Lovrinčević, Butorac i Marić, 2005).

Isti autori u svome radu objašnjavaju i vezu između inozemnog kapitala i gospodarskog razvitka, te tumačenja drugih autora kao što su Feldstein i Horioka (1980.) koji su utvrdili visoku korelaciju između stopa nacionalne štednje i domaćih investicija, a koju su objašnjavali segmentiranim tržištima kapitala i niskom mobilnošću kapitala. Na taj se način čak i u srednjem roku priljev i odljev inozemnoga kapitala moraju izjednačiti, a njihov je zaključak u literaturi i poznat kao “Feldstein-Horioka puzzle“ koji negira uobičajenu ekonomsku pretpostavku o mogućnosti postojanja deficita, odnosno suficita pojedinih zemalja u međunarodnoj razmjeni u dužem razdoblju u uvjetima stalno rastuće integriranosti tržišta kapitala (Lovrinčević, Butorac i Marić, 2005).

Razvojem i širenjem financijske globalizacije te liberalizacije trgovine, tokovi kapitala u zemljama u razvoju u pred krizno vrijeme dosegli su do tada nezabilježene razine, a jedna od regija koja u to vrijeme bilježi značajne priljeve inozemnog kapitala je regija srednje i istočne Europe (Globan, 2011). Globan (2011) ističe pozitivnu korelaciju između tranzicije i liberalizacije. Odnosno, naglašava da su prelazak na tržišnu ekonomiju i otvaranje gospodarstva ostatku svijeta otvorili puteve kapitalu koji postaje glavnim čimbenikom rasta i razvoja tranzicijskih zemalja: Bugarske, Češke, baltičkih država, Poljske, Rumunjske, Slovenije i Hrvatske.

Globan (2011) također ističe da je pred krizno razdoblje ujedno i razdoblje ekspanzije bankarskog kreditiranja potaknutog ulaskom novih banaka na tržišta tranzicijskih zemalja. U tom smislu, interpretira podatke MMF-a koji pokazuju da je u 2007. godini u tranzicijske zemlje ušlo preko 279 milijardi USD kapitalnih priljeva (Slika 1).

Slika 1. Neto privatni financijski tokovi u zemljama u razvoju (mlrd. USD)



Izvor: MMF- World Economic Outlook Database (2010), preuzeto od (Globan, 2011)

S aspekta pojedinih zemalja, u privlačenju stranoga kapitala prednjačile su Češka (30%), Poljska (26%) i Mađarska (14%). Preciznije, Poljska je prednjačila u privlačenju direktnih stranih investicija, Mađarska u privlačenju portfolio stranih investicija, a Češka u kategoriji ostalih stranih investicija (Lovrinčević, Butorac i Marić, 2004). Detaljnije o liberalizaciji kapitalnih tokova u pred krizno razdoblje biti će objašnjeno na primjeru Mađarske i Češke, kao zemalja koje su prije Hrvatske pristupile EU (Poljska je izostavljena jer se zbog neusporedive razlike u veličini tržišta ne može komparirati s Hrvatskom).

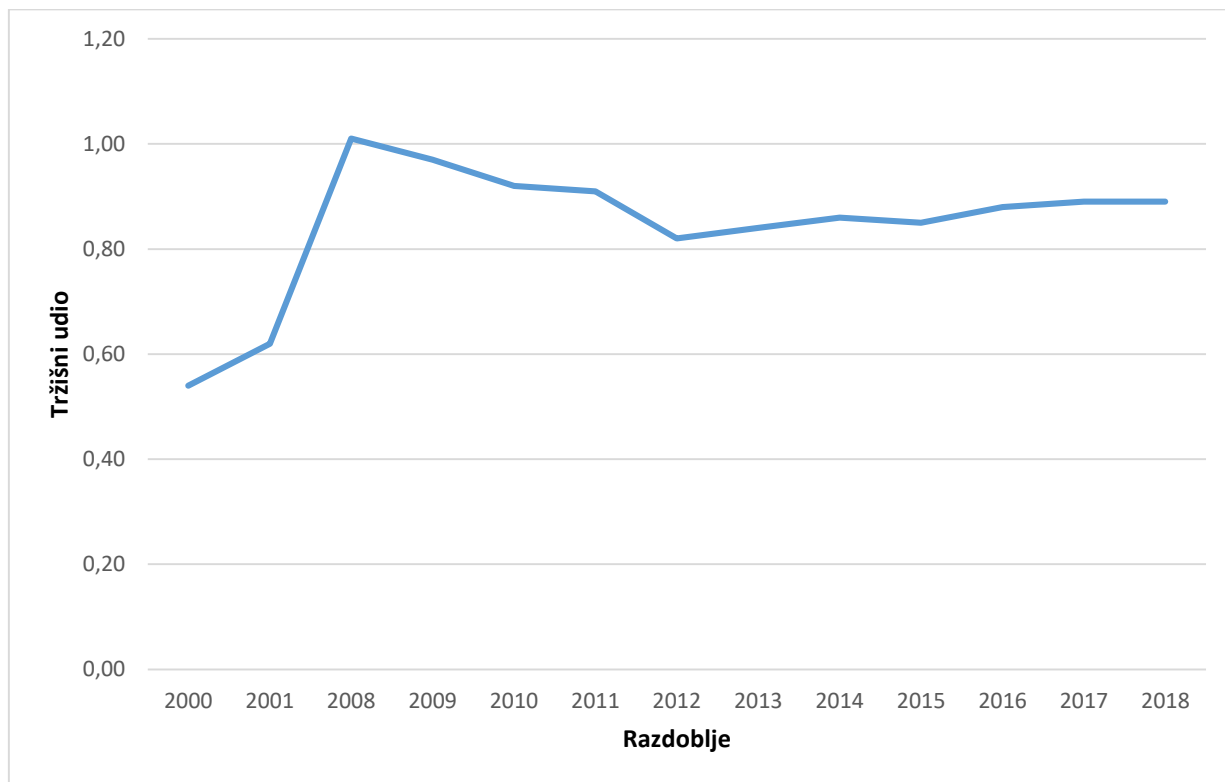
Lovrinčević, Butorac i Marić (2004) detaljno su objasnili proces liberalizacije u Mađarskoj. Ističu kako su strane direktne investicije u Mađarsku bile su slobodne (oslobođene davanja dozvola za zajednička ulaganja) kao i repatrijacija dobiti, dok je za strane investicije u inozemstvo bilo potrebno odobrenje određenog ministarstva (za međunarodne ekonomske odnose). Odnosno, strano zaduživanje mađarskih rezidenata moralo je biti odobreno od strane centralne banke, a fizičke osobe nisu mogle nikako transferirati kapital u inozemstvo niti ga držati u inozemstvu. Liberalizaciju transakcija po tekućem računu Mađarska je provela na početku godine 1996., a iste je godine donesen i novi devizni zakon koji je ukinuo neka ograničenja kretanja kapitala, omogućujući strancima da ulažu u većinu mađarskih vrijednosnica s rokom dospijeca dužim od godine dana, omogućene su i strane investicije

rezidenata u inozemstvo, i ulaganja rezidenata u vrijednosnice poduzeća i zemalja OECD-a s najvišim bonitetom (putem stranih brokera). Tijekom godine 1997. liberalizirani su *futures* ugovori i opcije na deviznom tržištu između banaka, omogućeno je kratkoročno kreditiranje nerezidenata uz određena pravila. Mađarska je također zatražila članstvo u OECD-u, što je zahtijevalo dodatnu liberalizaciju kapitalnog računa. Tijekom 1998. omogućeno je devizno kreditiranje rezidenata, držanje depozita u inozemstvu od strane rezidenata, kreditiranje nerezidenata u domaćoj valuti, potpuno su oslobođena strana direktna ulaganja, ulaganje u strane vrijednosnice (zemalja OECD-a) kao i kupovanje nekretnina rezidenata u inozemstvu.

Krajem godine 2000. ostale su regulirane samo kratkoročne vrijednosnice i dugovne transakcije. Liberalizacija u Mađarskoj dovela je do ponovnog poticaja razvitka financijskih tržišta u Mađarskoj uz konvergiranje kamatnjaka prema svjetskim razinama. Zbog kroničnog deficita na tekućem računu i računu države Mađarska je iskusila probleme u bankarskom sektoru još i prije liberalizacije, tako da smanjenje neto priljeva portfolio i ostalih investicija u ovom slučaju nije dovelo do valutne krize (Lovrinčević, Butorac i Marić, 2004).

Iz Grafikona 1. koji prikazuje tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, tj. FDI Mađarske s ostatkom Europske Unije, možemo vidjeti kako je u pred krizno razdoblje ostvaren nagli porast FDI-a koji nakon krize bilježi značajan pad i kasnije stagnaciju. Zapravo Mađarska, u skladu s očekivanjima, pokazuje stope rasta u međunarodnoj razmjeni u razdoblju nakon ulaska u EU (2004). Opadanje rasta, osim gore navedenim čimbenicima, objašnjava se krizom koja traje u razdoblju od 2008-2012 godine, kada je ekonomska kontrakcija neminovna, i svakako se odražava na području međunarodne trgovine.

Grafikon 1. Tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, FDI Mađarske s ostatkom Europske Unije



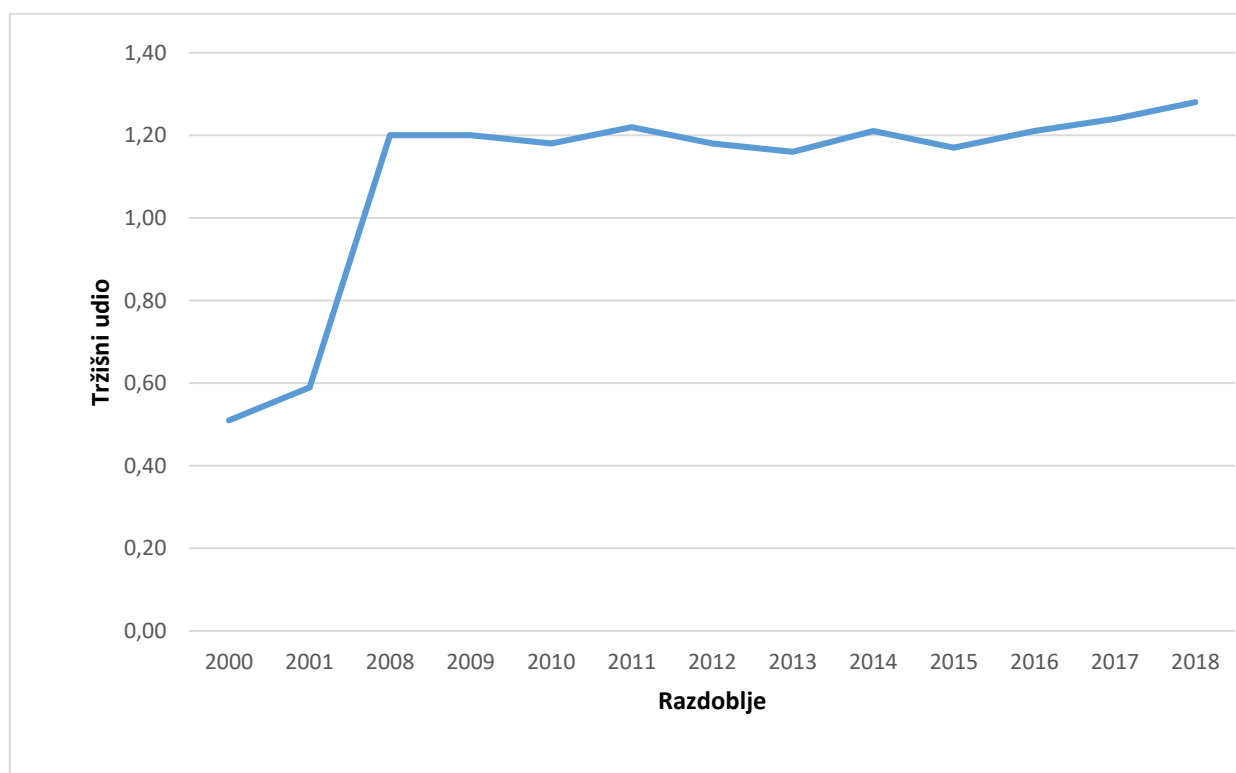
Izvor : Izrada autorice, podatci Eurostat

Slučaj Češke je detaljno objašnjen u Babić (2002). Radi se o zemlji koja je vrlo rano liberalizirala kapitalne transakcije, s ciljem da što prije udovolji svim uvjetima za punopravno članstvo u OECD-u. Nakon liberalizacije transakcija po tekućem računu godine 1995., počela je smanjivati ograničenja kapitalnih transakcija (kupnju stranih vrijednosnica od strane rezidenata, kupovinu imovine u inozemstvu i izvoz i uvoz vrijednosnica denominiranih u krunama već 1994), da bi s početkom 1999. godine ukinula sva ograničenja na kapitalne transakcije. Ostaju ograničenja u držanju računa rezidenata u inozemstvu (za što se mora tražiti dozvola), kupovanju blagajničkih zapisa centralne banke (mogu ih kupiti na primarnom tržištu samo rezidentni institucionalni investitori), odobrenja za nerezidentne da izdaju zadužnice i instrumente tržišta novca u Češkoj, kao i za izdavanje zadužnica i instrumenata tržišta novca rezidenata u inozemstvu. Kriza Češke Krune u svibnju 1997. pokazuje kako ipak treba liberalizaciju kapitalnog računa provoditi u situaciji kada su unutrašnja i vanjska ravnoteža



blizu, a ne u situaciji velike vanjske neravnoteže. Naime, saldo se na tekućem računu bilance plaćanja Češke pogoršavao od 1993., da bi na svršetku 1996. i na početku 1997. dosegao ogromne razmjere. Liberalizacija kapitalnih transakcija u Češkoj 1995. (1999.) donijela je poticaj daljem razvitku financijskih tržišta, povećavajući u 1995. omjer M4/GDP, smanjujući kamatnjake u godini 1999. prema svjetskim razinama, uz visok neto priljev ostalih investicija, i kratkoročnih ulaganja (u vrijednosnice i instrumente tržišta novca). Inherentne nestabilnosti u obliku deficita na tekućem računu i sve većeg javnog deficita (uz probleme u bankarskom sektoru), osobito nakon liberalizacije kapitalnih transakcija godine 1995., dovele su do dvije bankarske krize (jedna manja 1995./ 1996. i jedna veća 1996./1997. godine) što je uzrokovalo valutnu krizu češke krune u godini 1997. ( Babić, 2002). Grafikon 2. prikazuje FDI Češke s ostatkom Europske Unije.

Grafikon 2. Tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, FDI Češke s ostatkom Europske Unije



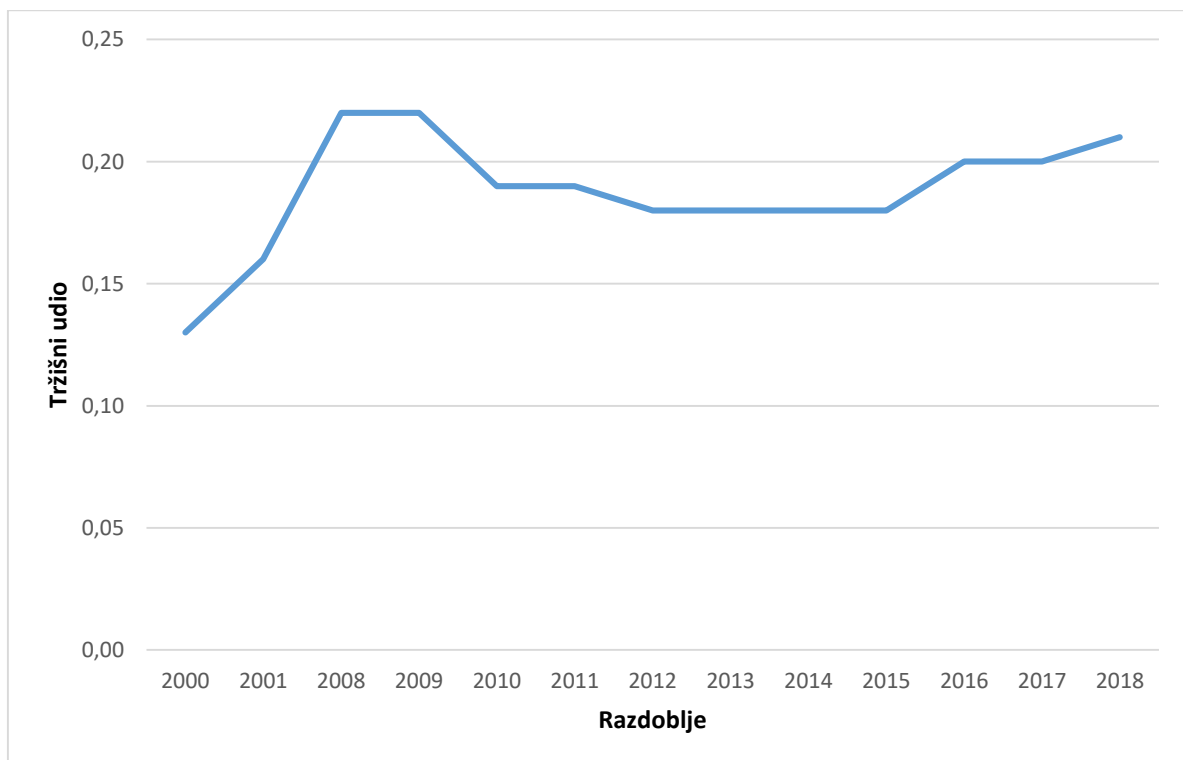
Izvor : Izrada autorice, podatci Eurostat

Češko gospodarstvo pokazuje sličnosti s mađarskim primjerom. Također je Europskoj Uniji pristupila 2004. godine i tada se bilježe stope rasta. Ono što je različito je zapravo, kontinuitet

koji se zadržava i u godinama krize.

Lovrinčević, Butorac i Marić (2005) napominju da su se unatoč idiličnim počecima, razlike počele pokazivati u strukturi kapitalnih priljeva: dok su u početku direktne strane investicije bile dominantan oblik, u drugoj fazi raste udio inozemnih kredita. Zbog rasta inozemnih kredita, tranzicijske zemlje su preopteretile svoje proračune. Stoga se kao nužan uvjet ostvarivanja pozitivnih učinaka priljeva inozemnoga kapitala na neku zemlju prepoznaje optimalno pristupanje i otvaranje domaćega tržišta kapitala međunarodnim tržištima kroz četiri koraka: prvo je potrebno smanjiti fiskalni deficit zemlje do razine na kojoj postaje održiv, zatim liberalizirati cijene i vanjsku trgovinu, potom liberalizirati i deregulirati financijske institucije da bi one ojačale i konačno liberalizirati kapitalni i financijski račun bilance plaćanja (Lovrinčević, Butorac, Marić, 2005).

Grafikon 3. Tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, FDI Hrvatske s ostatkom Europske Unije



Izvor : Izrada autorice, podatci Eurostat

Hrvatsko gospodarstvo u Europsku Uniju pristupa 2013. godine, kada je kriza još u tijeku te stoga nažalost ne doživljava investicijski procvat kakav se dogodio u Češkoj ili Mađarskoj. Svakako on se grafički prikazuje u razdoblju nakon 2015. godine, odnosno nakon završetka krize. Stope rasta investicija i međunarodne razmjene u razdoblju nakon 2000. godine obilježje su ekspanzivnog ekonomskog ciklusa u to vrijeme, ali i dalje je tržišni udio investicija u Hrvatsku puno manji nego što je to slučaj sa Češkom ili Mađarskom. Ono što je također problem Hrvatske u promatranom razdoblju jest činjenica da ekonomski rast nije kreirao nova radna mjesta, stopa zaposlenosti ostala je niskom, a dolaskom krize izgubljeno je preko 150 .000 radnih mjesta (Radošević,2012).

### 3.2. Utjecaj liberalizacije kapitala na monetarnu politiku

Svaka liberalizacija označava smanjivanje određenog dijela postojećeg pravnog okvira. Odnosno, isto kao što u ekonomskom aspektu postoji korelacija između financijske liberalizacije i financijske deregulacije, takvo pravilo vrijedi i za administrativni okvir. U kontekstu Europske Unije, koja sama po sebi predstavlja nadnacionalnu državu sa vlastitim pravnim okvirom i određenim pravilima, od država članica zahtijeva se da to ista pravila usvoje i implementiraju u svoju praksu. Za zajednicu poput EU karakteristično je korištenje jedinstvene valute, eura, zbog čega je i stvorena Europska monetarna unija (EMU) koja označava područje u kojem je službena valuta euro, a upotreba nacionalnih valuta je odbačena. Europsku Uniju stoga karakterizira oslabljivanje nacionalnih monetarnih politika. Međutim, pristupanje EMU nije proces koji se odvija preko noći, već gospodarstvo prolazi period pripreme, te u određenom trenutku dolazi do potpunog odricanja vlastitog vođenja monetarne politike koje time prestaje biti instrumentom kojim država može samostalno manipulirati (Babić, 2002).

U svome radu, Babić (2002) objašnjava regulative koje se odnose na FDI, prava (ne) rezideneta i položaj pravnih i fizičkih osoba. Direktne strane investicije za nerezidente u Hrvatsku (tzv. ulazne FDI) potpuno su slobodne, kao i direktne strane investicije u inozemstvo (tzv. izlazne FDI) za rezidentne pravne osobe, ali ne i za fizičke. (Babić, 2002). S druge strane, nerezidenti nemaju pristup kratkoročnim vrijednosnicama primarnog tržišta, kapitala, ali njima mogu trgovati na sekundarnom tržištu. Dio regulative povezan je i s razvijenošću financijskog sustava, pa tako ostale transakcije Zakonom o deviznom poslovanju nisu zabranjene, ali se ne

moгу obavljati zbog toga što regulatorno tijelo (CROSEC) nije definiralo način izdavanja i trgovanja instrumenata novčanog tržišta, izdavanja i trgovanja garancijama i izdavanja i trgovanja financijskim izvedenicama. Mjera disperzije rizika nije zanemarena, pa su stoga ulaganja stranih institucionalnih investitora s ograničena, ali u jednakoj mjeri kako domaći investitori. To se očituje u maksimalno dopuštenoj izloženosti prema jednoj dionici do 5% u portfelju kako bi se disperzirao rizik. Zakon o investicijskim fondovima regulira domaće investitore kojim je dozvoljeno ulaganje u inozemstvo do maksimalno 25%.

Što se tiče depozita, zakon dozvoljava transakcije domaće i strane valute, a pažnja se posvećuje borbi protiv pranja novca, pa tako zakon određuje maksimalni iznos depozita od 105.000 kn. Regulatorna tijela u ovom slučaju su HNB i Ured za sprječavanje pranja novca. Razlika u položaju pravnih i fizičkih osoba vidi se i u mogućnostima raspolaganja s deviznim depozitom. Domaće fizičke osobe mogu slobodno raspolagati devizama na računu, ali s njih mogu obavljati plaćanja samo po tekućim transakcijama (uvoz/izvoz roba i usluga, transakcije dohocima i transferima), dok pravne osobe mogu raspolagati devizama samo radi pravnih poslova s inozemstvom (tj. samo radi uvoza ili izvoza). Pravne domaće osobe mogu imati račune u inozemstvu za potrebe poslovanja, za što moraju dobiti dozvolu HNB (i to se daje uglavnom za investicijske radove u inozemstvu), a fizičke osobe ne mogu imati račune u inozemstvu, odnosno devizne račune mogu otvarati samo u domaćim bankama. Zaduživanje nerezidenata u Hrvatskoj (od strane rezidenta) moguće je samo ako je rezidenta osnovao ili kupio nerezident (tj. kreditne transakcije između poduzeća nastalog stranom direktnom investicijom i matičnog poduzeća u stranoj zemlji). Zaduživanje rezidenata (domaćih fizičkih i pravnih osoba) u inozemstvu slobodno je za sve vrste kredita i jamstava, uz uvjet da bude registriran kod HNB (što pripada blažim oblicima kontrole kapitala). Zakon o izmjenama i dopunama Deviznog zakona od 10. travnja 2001, dodatno je olakšao kreditiranje domaćih pravnih osoba od strane domaćih banaka i omogućuje devizno kreditiranje domaćih pravnih osoba za sva plaćanja u inozemstvo i za polaganja na devizne račune (Babić, 2002).

Velika sloboda dana je domaćim poslovnim bankama koje su oslobođene svih ograničenja za kapitalne transakcije one mogu držati depozite u inozemstvu, mogu se zaduživati i odobravati kredite inozemstvu, kupovati vrijednosnice izdane u zemlji i inozemstvu i denominirane u domaćoj i stranoj valuti. Preostalo ograničenje tiče se jamstvenog kapitala, odnosno otvorenost devizne pozicije prema jamstvenom kapitalu ne smije preći 30%. Još jedan regulator za banke je i adekvatnost kapitala prilagođena riziku, te on zajedno s jamstvenim kapitalom čini BIS-ove

međunarodne standarde za nadzor i kontrolu banaka.

Ekspanzivna monetarna politika utječe na povećanje domaćeg proizvoda, snižavanje kamatnjaka u privredi i pogoršanje bilance plaćanja (u sustavu potpuno fiksnog tečaja), odnosno deprecijaciju valute (u sustavu potpuno fluktuirajućeg tečaja). U oba sustava tečaja i neovisno o stupnju mobilnosti kapitala monetarna ekspanzija ima analogne efekte na vanjsku ravnotežu (Babić, 2002). Prvo, u sustavu potpuno fluktuirajućeg tečaja dovodi do deprecijacije tečaja, a u sustavu potpuno fiksnog tečaja dovodi do deficita opće bilance plaćanja. Što se tiče efikasnosti u promjeni domaćeg proizvoda i kamatnjaka, rezultati su mješoviti za monetarnu politiku, a veći su efekti na unutrašnju ravnotežu što je mobilnost kapitala manja – dakle monetarna je politika neefikasnija u utjecaju na domaći proizvod i izravnavanju poslovnih ciklusa, što je mobilnost kapitala veća.

S obzirom da kapitalni tokovi predstavljaju izvjesnu novčanu masu na tržištu, jasno je da oni utječući na količinu novca u opticaju imaju efekt i na kretanje tečaja. Oslobođanje tokova kapitala može uzrokovati cikluse aprecijacije i deprecijacije tečaja: oslobođeni priljev kapitala (uz redovito više kamate u zemlji od inozemstva) uzrokuje aprecijaciju domaće valute, koja po isteku razdoblja počeka i početka otplate i vraćanja kapitala u inozemstvo (pojačano odljevima pošto domaći kamatnjaci počnu padati i dostizati svjetske razine) uzrokuje deprecijaciju tečaja (Babić, 2002). Autor ističe da oslobođeni kapitalni tokovi omogućuju lakše zaduživanje domaćeg sektora, te da je negativna strana to što se uz olakšano zaduživanje gomilaju veći dugovi, te se dugoročno može ugroziti pozicija zemlje po pitanju vanjskog duga. Oslobođanje odljeva kapitala može, u slučaju da vlada ne vodi vjerodostojnu ekonomsku politiku (npr. u slučaju visoke inflacije) uzrokovati bijeg kapitala i poteškoće u bilanci plaćanja, vanjskom dugu te čak dovesti do valutne krize ili šire sustavne financijske krize (Babić, 2002).

Iako ukidanje ograničenja kretanja kapitala ne dovodi zemlju u krizu, ono olakšava kretanje kapitala u zemlji i izvan zemlje (povećava elastičnost kapitala), te utječe na vjerodostojnost ekonomskih politika koje provodi vlada. Stoga odluke koje poduzimaju nositelji ekonomskih politika igraju značajnu ulogu, posebno po pitanju strategija i brzine provođenja reformi. Radošević (2010) tako ističe da većina važnih istraživanja pokazuje da je optimalni redoslijed u liberalizaciji kapitalnoga računa takav da se prvo mora povećati stupanj fleksibilnosti tečajnoga režima, a tek se tada pristupa liberalizaciji kapitalnoga računa. Prema njemu usvajanje fleksibilnog tečajnog režima (prije uklanjanja kapitalnih kontrola) ima dvije

prednosti. Prvo, fleksibilni tečajni aranžman neutralizirat će realne učinke na ekonomiju koje imaju volatilni tokovi kapitala; dok će tečajna fleksibilnost spriječiti špekulativne priljeve kapitala, zbog povećanog deviznog rizika. Tako bi prijelaz na fleksibilniji tečajni aranžman morao biti podržan postupnim uklanjanjem postojeće asimetričnosti kapitalnog računa. Na primjer, opravdanom se može pokazati liberalizacija odljeva kapitala da bi se smanjili (aprecijacijski) pritisci zbog snažnih kapitalnih priljeva. Tako bi se omogućilo uredno uklanjanje fundamentalne neravnoteže deviznoga tečaja. Konačno, prije usvajanja fleksibilnijega tečajnoga režima, moraju se stvoriti operativne pretpostavke za uvođenje novoga monetarnoga okvira (alternativnoga »nominalnoga sidra«), strategije ciljane inflacije i kontrole deviznog rizika, uvođenjem prudencijalnih kontrola i supervizije (Radošević, 2010).

Prema Radoševiću (2010), potpuna liberalizacija kapitalnoga računa može biti provedena nakon konačnoga prijelaza na fleksibilniji tečajni režim, a da strategija prijelaza na fleksibilniji tečajni režim ponovno zahtijeva dobru koordinaciju sa strategijom liberalizacije kapitalnoga računa pa bi mogla imati neke od sljedećih elemenata: vjerodostojnost i transparentnost monetarne politike; dobro izabranu alternativa u obliku nominalnog sidra; predvidljivost svih mogućih ishoda; neovisnost centralne banke i jasnu fiskalnu politiku itd..

### 3.3. Utjecaj liberalizacije kapitalnih tokova na zemlje članice Europske Unije

U nadi da će ih priljev inozemnih investicija dovesti na putanju gospodarskog rasta, mnoge tranzicijske zemlje su počele sa procesom uklanjanja barijera financijskim tijekovima. To se upravo odnosi na direktne investicije, dok su investicije koje nisu FDI pod strožim ograničenjima iako se oni sve više ublažuju što je u većoj mjeri bila potreba zbog pristupanja EU. Činjenica je, međutim, da su zemlje koje su dopustile liberalizaciju kapitalnog računa privukle više stranog kapitala, pa su najrazvijeniji reformatori, poput Češke, Estonije, Mađarske i Slovenije privukli mnogo inozemne štednje (Bogdan, 2009). Razlozi zašto se Hrvatska ne nalazi na popisu ovih zemalja mogu se pripisati povijesnom, geografskom, ali i političkom okruženju. Kao prvi razlog, zemlje bivše Jugoslavije ne percipiraju se dovoljno stabilnima u političkom smislu, geografski su mala tržišta, a sama birokracija iznimno je komplicirana što stranom kapitalu otežava ulazak.

Kao što je i ranije rečeno, procesi liberalizacije u zemljama Istočne i Srednje Europe karakteristični su za devedesete godine prošlog stoljeća. Strukturne i institucionalne reforme odvijale su se simultano, a sama liberalizacija prvo se očitovala u sferi slobodne trgovine i otvaranja nacionalnih ekonomija. Upravo su procesi liberalizacije, popraćeni privatizacijom, najviše pridonijeli pokretanju priljeva inozemnoga kapitala u tranzicijske zemlje. No, iako neto priljev stranoga kapitala postoji u svim tranzicijskim zemljama, učinci su različiti. Neke su zemlje uspjele značajno povećati izvoznu konkurentnost, uključiti se u međunarodne proizvodne i tehnološke lance, a kod drugih su priljevi inozemnoga kapitala u velikoj mjeri financirali rastuću domaću potrošnju (Babić, 2002).

Nadalje Babić (2002) zaključuje da porast otvorenosti gospodarstava i povećanje robne razmjene s Europskom unijom moraju rezultirati pozitivnom promjenom strukture robne razmjene i rastom specijalizacije kod tranzicijskih zemalja. To znači da u robnoj razmjeni raste udjel proizvoda koji su rezultat ljudskoga znanja i kapitala, a opada udio sirovinama i radom intenziviranih proizvoda. Također, očituje se i porast specijalizacije u određenim područjima i međusektorskim razmjenama.

Liberalizacija kapitalnih tokova nije kod svih zemalja išla jednako, pa su primjerice zemlje Portugala, Španjolske i Grčke zadržale su kapitalne kontrole i nakon ulaska u EU sredinom 1980-tih. U literaturi osobito 1980-tih postoji dosta radova o redosljedu liberalizacije, a Babić izdvaja neke od njih. Jedan od najpoznatijih je McKinnonov redosljed liberalizacije: nakon reduciranja i postizanja održivog fiskalnog deficita, liberalizirati cijene i vanjsku trgovinu, zatim liberalizirati i deregulirati financijske institucije uz njihovo jačanje, pa potom liberalizirati kapitalni račun (prvo dugoročne, a tek naposljetku kratkoročne transakcije). Naime, fiskalna je neravnoteža redoviti izvor neravnoteža u ostatku ekonomije, osobito u zemljama poput tranzicijskih gdje država ionako ima veliku ulogu, a često se ne drži kriterija efikasnosti. Pošto se otklone izvori neravnoteža iz javnog sektora, liberalizacija cijena i vanjske trgovine mora omogućiti da informacijski mehanizam cijena i robnih tokova omogući poboljšanje efikasnosti realnog sektora. Nakon uspješne reforme realnog sektora u smislu poboljšanja efikasnosti, kada je poslovanje realnog sektora konsolidirano, može se pristupiti liberaliziranju domaćeg financijskog sustava kojem također treba poboljšati efikasnost u prikupljanju i plasiranju štednje. Tako osposobljen i efikasan domaći financijski sustav (i realna ekonomija) sposobni su potom za "međunarodnu utakmicu", odnosno nositi se s inozemnim igračima.

Pritom se neke kapitalne transakcije mogu liberalizirati prije drugih. Na primjer, izravna strana ulaganja (FDI) predstavljaju trajni poslovni interes stranog investitora u poduzeće koje je primilo izravnu strano ulaganje i stoga je malo vjerojatno da će takva ulaganja biti jako volatilna i štetna za makroekonomska kretanja u privredi. Također FDI se ne ubrajaju u vanjski dug, pa ne mogu uzrokovati nagomilavanje vanjskog duga, a time dužničku krizu ili krizu u bilanci plaćanja ili valutnu ili širu sustavnu financijsku krizu. S FDI-ima, osobito u osnivanje novih poduzeća (tzv. "greenfield" FDI) povezana su ulaganja u nekretnine – slobodno kupovanje zemljišta za novu tvornicu ograničuje uvelike priljev ovakvih investicija. Međutim, slobodnije kupovanje zemljišta već ima utjecaja na privredu – uzrokuje inflaciju cijena nekretnina, koja se potom može prelići i na ostale cijene.

Slobodnije transakcije dugoročnim kreditima i vrijednosnicama (portfolio investicije) mogu imati ozbiljne posljedice, kako na financijski sustav u cjelini, tako i na bankarski sustav, tečaj, monetarne agregate (promjenu strukture agregata, multiplikatora i brzine kolanja) i ostala makroekonomska kretanja, što bi se moglo izbjeći prethodnim jačanjem domaćeg financijskog tržišta (uz jačanje sustava nadzora i kontrole banaka i ostalih financijskih institucija, osobito tečajnog rizika tih institucija, prihvaćanje međunarodno usporedivih računovodstvenih standarda, te transparentnost i dostupnost podataka o raznim financijskim institucijama i kreditnom bonitetu određenih zajmoprimaca). Slično osobito vrijedi za oslobađanje kratkoročnih transakcija dugom i vrijednosnim papirima koji su jako volatilni i mogu imati vrlo snažne utjecaje na domaću privredu (npr. uslijed špekulativnih napada), kao što se to pokazalo u krizi europskog tečajnog mehanizma (ERM 1992./93.) i Azijskoj krizi, pa bi takve tokove kapitala valjalo ostaviti za kraj liberalizacije (Babić, 2002).

Investiranje u tranzicijske zemlje nosi i određenu vrstu rizika poput primjerice političke stabilnosti, veličine tržišta itd. S druge strane razvijena gospodarstva osiguravaju političku stabilnost, imaju kvalitetnu radnu snagu, razvijeni financijski sektor itd. Zaključuje se da je cijena investiranja veća na razvijenom nego na nerazvijenom tržištu, ali zbog svih koristi koje ono nudi, i dalje veliki investitori preferiraju razvijena tržišta (Franc, 2013).

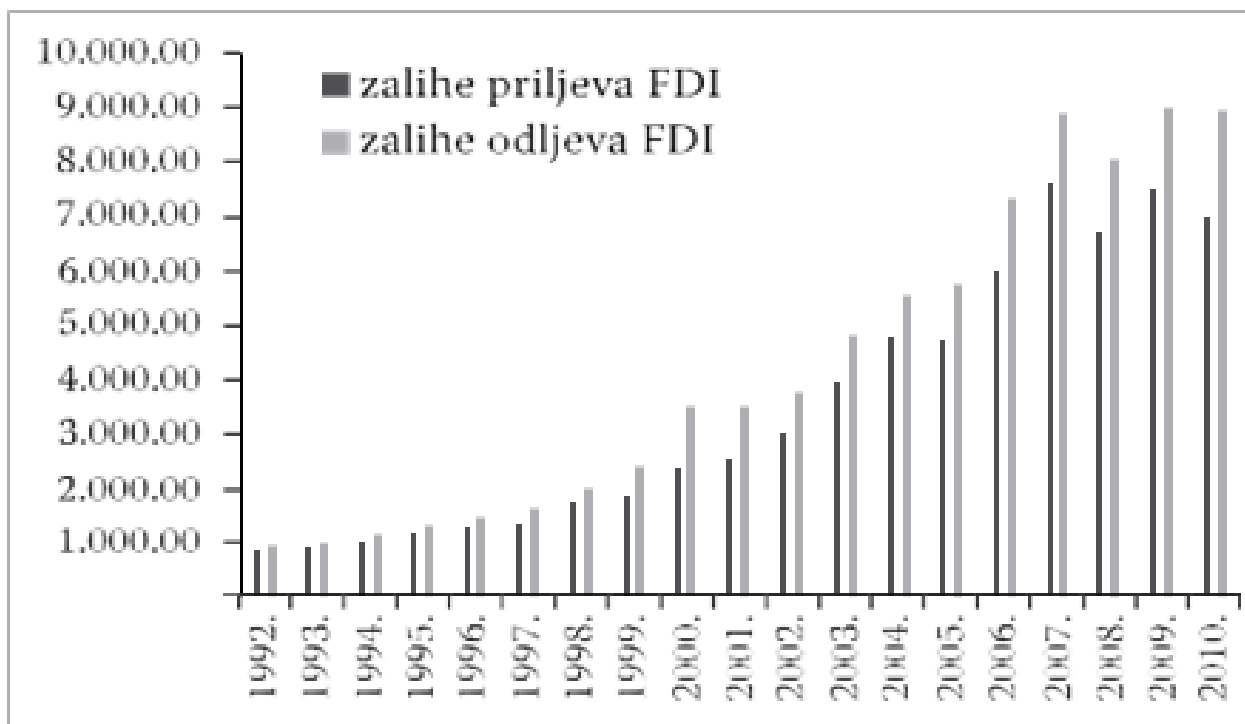
Kako bi potakle ulaganja, zemlje članice EU već više od 50 godina imaju praksu sklapanja bilateralnih sporazuma s drugim zemljama, a liberalizacija kretanja kapitala u Europskoj uniji omogućila je veće priljeve i odljeve inozemnih izravnih ulaganja. U svome radu Franc (2013) raščlanjuje Europsku Uniju po zemljama te prikazuje njihove pozicije u kontekstu investicija. Velika Britanija je tako najveći primatelj i davatelj FDI među zemljama EU, dok je Malta imala



najmanje priljeve u posljednjih dvadeset godina. Posljednja globalna ekonomska kriza nastala potkraj 2007. godine rezultirala je smanjenjem obujma FDI tijekom na globalnoj razini i u svim promatranim zemljama EU gdje se Austrija, Danska, Finska, Italija, Slovačka, Švedska i Španjolska pokazuju kao neto ulagači u druge zemlje, dok su ostale zemlje neto primatelji FDI. Van granica Europske Unije, najveći ulagači su SAD, Kanada, Brazil, Singapur Rusija, Japan, Australija, a najveću stopu rasta ulaganja u EU imao je Hong Kong od 56% (Franc, 2013).

Glede sektorske distribucije zaliha priljeva FDI u zemljama EU27, najveće zalihe priljeva FDI uglavnom su zabilježene u uslužnom sektoru koji sadrži oko tri četvrtine ukupnih zaliha FDI. S druge strane, zalihe FDI u sektoru proizvodnje čine oko 15% ukupnih zaliha priljeva. Nadalje, financijski je pod-sektor najzastupljeniji u čitavom uslužnom sektoru te sadrži gotovo 56% zaliha priljeva FDI. S obzirom da se EU sastoji od zemalja koje se nalaze na različitim stupnjevima ekonomskoga razvoja može se zaključiti da će postojati određene razlike između njihovih razvojnih ciklusa inozemnih izravnih ulaganja. Razvojni ciklus inozemnih ulaganja svake zemlje jest specifičan i određen obilježjima gospodarstva, političkog, poslovnog i društvenog okruženja, pri čemu je gospodarska, politička i društvena situacija u starim i većini novih zemalja članica EU stabilna i povoljna za privlačenje inozemnih ulagača (Franc, 2013).

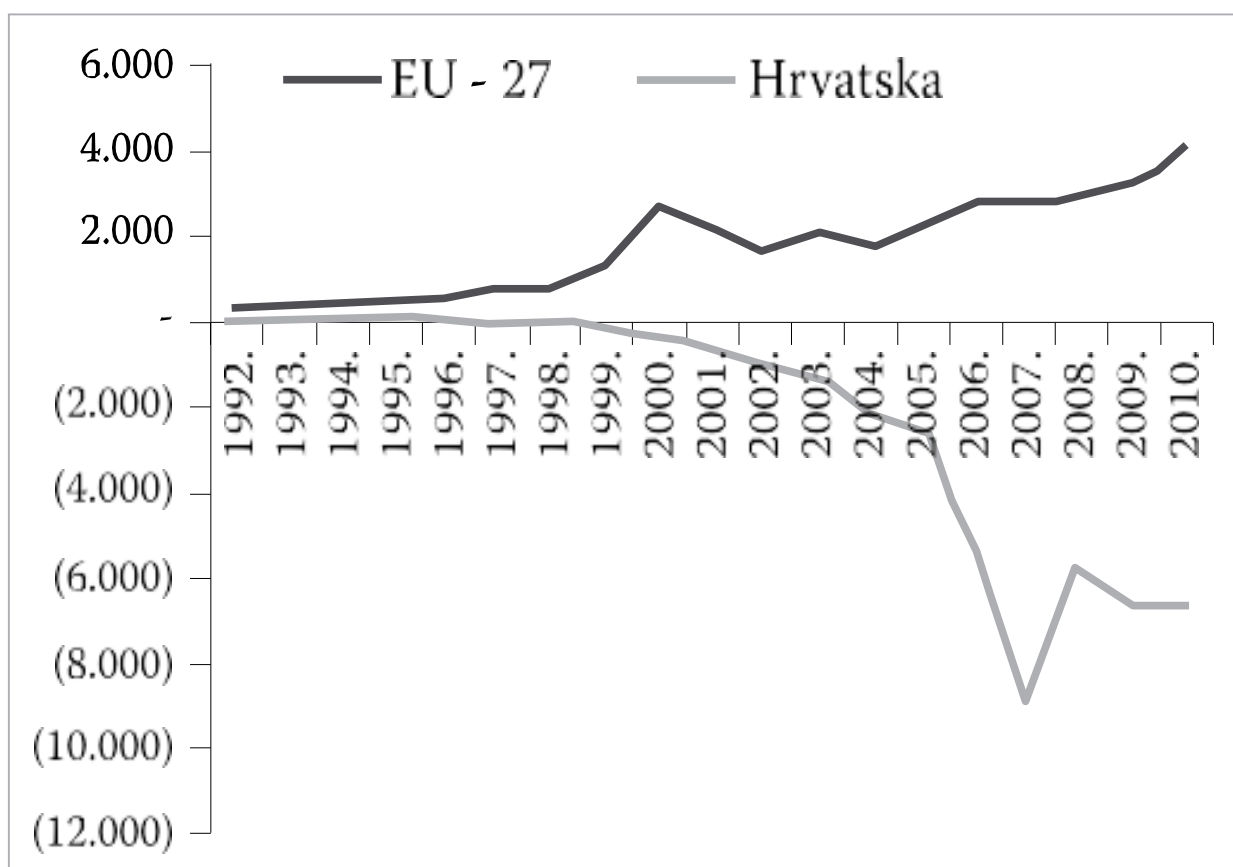
Slika 2. Ukupne zalihe priljeva i odljeva FDI u EU27 u mil. USD, 1992.-2010.



Izvor: Franc, 2013, podatci UNCTAD

Unutar promatranog razdoblja koje obuhvaća period od tranzicije do početka i prvih godina krize, investicije imaju rastući trend u Europskoj Uniji. Zemlja koja je predvodnica u zalihama prijeva i odljeva FDI per capita je Luksemburg, dok je najamnije zalihe bilježila Grčka. Zemlje koje imaju najveće kapitalne odljeve su Velika Britanija, Francuska, Njemačka i Nizozemska (Franc, 2013).

Slika 3. Neto odljevi FDI per capita u EU27 i Hrvatskoj u USD, 1992.-2010.



Izvor: Franc, 2013, podatci UNCTAD

Ukoliko usporedimo Europsku Uniju s Hrvatskom vidimo da je u promatranom razdoblju EU neto davatelj inozemnih ulaganja, a Hrvatska je neto primatelj. Hrvatsko gospodarstvo tijekom čitavog perioda bilježi negativne neto odljeve, a taj trend usporava tijekom 2008.godine. kada nastupa ekonomska kriza, te se priljevi FDI per capita značajno smanjuju, a odljevi blago rastu. Ako usporedimo zemlje EU sa stajališta podjele na skupinu razvijenih zemalja Zapadne Europe

(EU15 ili stare članice), te skupinu post tranzicijskih zemalja Srednje i Jugoistočne Europe (EU12 ili stare članice, bez Hrvatske) može se vidjeti da se Hrvatska može svrstati u skupinu zemalja s malim ukupnim iznosima zaliha FDI po glavi stanovnika, iako su njene zalihe veće od onih u spomenutim članicama EU27 s najmanjim iznosima zaliha (Franc 2013).

Ono što se također može istaknuti kao nedostatkom hrvatskog gospodarstva jest činjenica da je ono cijelo vrijeme u poziciji neto primatelja investicija, a nikad nije značajni davatelj investicija. Jasno, u počecima tranzicije svako je gospodarstvo dominantni primatelj investicija, ali kako liberalizacija podrazumijeva kolanje tijekom novca, za gospodarstvo je poželjno da s vremenom postane neto davatelj investicija. Na taj način ubrzava se kolanje i tijek kapitala, a pozitivni efekti ostvaruju se na obje strane-raste domaće investiranje i kapitalni priljevi.

#### **4. POVEZANOST KAPITALNIH KRETANJA I MAKROEKONOMSKE RAVNOTEŽE U HRVATSKOJ**

U ovom se poglavlju fokus stavlja na povezanost kapitalnih tokova i dugoročne stabilnosti gospodarstva. Nadalje, detaljnije se analizira položaj Hrvatske po tom pitanju, te se istražuju razlozi (ne)uspješnosti reforme liberalizacije u Hrvatskoj. Konačno, prikazuju se i dugoročne prognoze makroekonomske stabilnosti.

##### **4.1. Utjecaj liberalizacije kapitalnih tokova na makroekonomsku stabilnost u Hrvatskoj**

Kao što je i u prethodnim poglavljima rečeno, jasno je da postoji veza između kapitalnih tokova i ekonomske stabilnosti. Kretanja kapitala utječu na kretanje bruto društvenog proizvoda i time stvaraju utjecaj na dugoročnu stabilnost. Pozitivne efekte moguće je ostvariti jedino ako se procesi liberalizacije provode dosljedno i po utvrđenim pravilima s jasnom strategijom, a tim se pitanjem bave mnogi ekonomisti. Dakle, ponovno se u prvi plan stavlja gradualistički ili postepeni pristup provođenju reformi pri čemu prvi korak mora biti povećanje stupnja fleksibilnosti tečaja, zatim uklanjanje kapitalnih restrikcija, te konačno postupna liberalizacija kapitalnoga računa (Radošević,2010).

Međutim, iako se prilikom izrade strategije liberalizacije nemoguće voditi po jedinstvenom modelu, već je potrebno uzeti u obzir sve okolnosti pojedine zemlje, ipak je moguće utvrditi neke opće principe na temelju konkretnih iskustava drugih zemalja koje su provele liberalizaciju kapitalnog računa. Posljednja financijska kriza potaknula je ekonomiste na dublja promišljanja o primjeni kapitalnih kontrola. Umjesto liberalizacije kapitalnih tokova u razdoblju krize naglasak se stavlja na upravljanje i kontrolu kapitalnog računa. Takvu kontrolu moguće je ostvariti korištenjem instrumenata makroprudencijalne politike centralnih banaka. Liberalizaciju je potrebno uskladiti s jačom regulacijom i kontrolom financijskih tržišta kako bi se izbjeglo oslabljivanje financijskog sustava i mogućnost nastanka krize (Radošević,2011). Nadalje, Radošević (2010) u svome radu izlaže metodologiju koju su predložili Ishii i Habermeier (2002.) za izradu plana redosljeda mjera za liberalizaciju kapitalnog računa i

koordinaciju tih mjera s ostalim ekonomskim politikama.

Opći principi za određivanje redoslijeda mjera u liberalizaciji kapitalnih međunarodnih transakcija mogli bi biti kako slijedi:

1. Kapitalna deregulacija i liberaliziranje financijskih tržišta mogu se uskladiti s procesom makroekonomske stabilnosti. Posebna se pozornost mora dati konzistentnosti tečajnoga režima s ostalim makroekonomskim i strukturnim politikama.
2. Financijske reforme trebaju biti prve koje će se provoditi, te se trebaju urediti na takav način da se zadrži kontrola nad kratkoročnim kapitalnim tokovima.
3. Reforme trebaju biti usklađene, primjerice uvođenje indirektnih tržišnih instrumenata monetarne politike moralo bi biti usklađeno s razvitkom tržišta vrijednosnica i deviznim tržištem.
4. Makroprudencijalna politika koja bi obuhvaća regulaciju i superviziju provedbe reformi potrebna je kako bi se gospodarstvo zaštitilo od rizika i poboljšalo financijski imunitet. .
5. Prilikom liberalizacije prvo je potrebno misliti na dugoročne kapitalne tokove, a tek onda na kratkoročne. Razlog tomu je veća izloženost riziku u dugom, nego kratkom roku.
6. Ostali savjeti vezani za redoslijed mjera odnose se na transparentnost, učinkovitost, političke okolnosti kao i činjenicu da je potrebno određeno vrijeme za tehničku pripremu reformi

Iz svake od ovih točaka se može iščitati da će sve mjere u konačnici imati učinak na makroekonomsku stabilnost zemalja u kojima se provode. U kontekstu Hrvatske, koja je zemlja primatelj kapitalnih ulaganja, potreban je kontrolirani pristup liberalizaciji te selektivna i limitirana strategija. Zasebne komponente kapitalnoga računa mogu biti selektivno liberalizirane kao dio programa financijske liberalizacije. Većina zemalja OECD-a zadržala je određene kapitalne restrikcije koje se uglavnom odnose na ograničenja vezana uz izravne strane investicije i uz određene financijske inozemne transakcije. Hrvatska također zadržava određene selektivne kapitalne kontrole koje će odražavati stanje i strukturu financijskog tržišta, kao i sektorske i strateške prioritete ekonomije (Radošević, 2010). Selektivna liberalizacija kapitalnoga računa (s različitim redoslijedom liberalizacije individualnih komponenti međunarodnih kapitalnih tokova) mora biti sastavnim dijelom strategije liberalizacije

financijskoga sektora i nacionalne ekonomije (Radošević, 2010).

Vrlo važan pokazatelj koji se mora uzeti u obzir prilikom rasprave o makroekonomskoj ravnoteži je inozemni dug. Rast kontrole na vanjsko zaduživanje, najlakše je objasniti činjenicom da je Hrvatska zemlja s velikim vanjskim dugom što je uzrokovalo ranjivost ekonomije na moguće šokove. Zbog toga je potrebno provesti mjere za stabiliziranje kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom. Pitanje povezanosti liberalizacije kapitalnih tokova i makroekonomske stabilnosti intrigiralo je brojne znanstvenike koji pokušavaju pronaći uzročno-posljedičnu vezu među njima.

U svome radu Bogdan (2009) navodi da postoje autori koji tvrde kako je liberalizacija uvijek poželjna, drugi koji smatraju da su društvene koristi male, a treći pak ekonomisti tvrde da liberalizaciju treba provoditi oprezno, inače je ona put u valutnu i financijsku krizu. Stajalište koje prevladava je da su glavni preduvjeti za financijsku liberalizaciju kvalitetna makroekonomska politika, jak domaći financijski sektor, jaka i neovisna središnja banka te javno dostupni podaci o rezervama središnje banke i forward operacija. Imajući na umu navedene nesuglasice među ekonomistima, liberalizaciju se opisuje kao jednu od najkontroverznijih i najnešvaćenijih reformi (Bogdan, 2009).

## 4.2. Dugoročne prognoze makroekonomske stabilnosti u Hrvatskoj

Temeljem pregleda literature danog u prethodnih poglavljima, može se zaključiti kako Hrvatska ima relativno visok stupanj slobode u kapitalnim transakcijama, koja traje uglavnom od 1993. godine, kada je donesen Devizni zakon. Hrvatska je prošla nekoliko razdoblja do liberalizacije, a njih u svojem radu opisuje Babić (2002).

U prvom razdoblju, Hrvatska je morala osloboditi ulaganja rezidenata EU (i ostalih stranaca) u strane direktne investicije, u nekretnine (osim poljoprivrednog zemljišta, priobalnog područja, šuma itd.), u dugoročna ulaganja u vrijednosne papire (portfolio ulaganja) i dugoročne ostale investicije (tj. davanje dugoročnih kredita strancima). Kako su FDI za strance već slobodni, ulaganje stranca u nekretnine slobodno je uz pravilo reciprociteta (koje će trebati obogatiti svim zemljama EU, što će i EU učiniti za Hrvatske rezidente). Tijekom ove faze realni kamatnjaci u Hrvatskoj bili su puno veći nego u ostatku svijeta. U ovoj fazi nije se provodila liberalizacija dugoročnih transakcija i vrijednosnica zbog nedovoljno jakog domaćeg financijskog tržišta.

U drugom razdoblju dolazi do liberalizacije kratkoročnih ulaganja rezidenata EU u Hrvatsku. Ovdje govorimo o liberalizaciji kratkoročnih kredita ili ulaganja u vrijednosnice poput blagajničkih ili rizničnih zapisa. Također, prije formalnog ulaska u Europsku Uniju, Hrvatskoj je još bilo preostalo ukidanje ograničenja na kapitalne transakcije rezidenata u inozemstvo. Prije svega se to odnosi na ograničenja fizičkih osoba (koje ne mogu slobodno ulagati u dionice i ostale vrijednosne papire u inozemstvu, u nekretnine, ne mogu držati račune u inozemstvu, ni davati dugoročne ni kratkoročne kredite nerezidentima) te pravnih osoba (koje ne mogu držati račune u inozemstvu, ne mogu ulagati u vrijednosne papire u inozemstvu – osim ovlaštenih pravnih osoba – banaka i investicijskih društava, ni davati dugoročne i kratkoročne kredite u inozemstvo). Ovime se strancima osigurava lakše ulaganje u Hrvatsku, a sve je i dalje vođeno time da su kamatnjaci u Hrvatskoj viši nego u drugim zemljama (Babić, 2002). Nadalje, potreba da se hrvatske financijske institucije usklade s onima kakve su u EU dodatno je liberalizirala poslovanje na financijskom tržištu. Nadzor banaka, na koji sada pazi i ECB ojačali su transparentnost u upravljanju čime se razvila otpornost na šokove kakvi su bili devedesetih.

Međutim, ključno je pitanje dugoročne ekonomske stabilnosti koja zahtijeva usku koordinaciju između monetarne i makro prudencijalne politike. Iako je mikro prudencijalni nadzor nužna i osnovna sastavnica svake politike koja se odnosi na očuvanje financijske stabilnosti, on ne uključuje povezanost i međusobnu izloženost financijskih subjekata, a upravo visok stupanj integracije i povezanosti poslovanja stvara veću izloženost rizicima i generira povećanje

sistemskih rizika, čime potencijalno narušava otpornost i stabilnost financijskoga sustava u cjelini (Biškupec i Zorić, 2017). Hrvatska je dosad imala relativno nizak deficit države, no neravnoteža izvanproračunskih fondova (osobito mirovinskog i zdravstvenog) postala je neodrživa. Daljnji koraci u liberalizaciji mogu biti ostvareni tek kada se konsolidirana pozicija države pokaže održivom.

Prema iskustvima raznih zemalja vidljivo je da liberalizacija u situaciji velike fiskalne neravnoteže i neravnoteže u bilanci plaćanja i uz relativno slab financijski sustav može dovesti do poremećaja u financijskom sustavu, uzrokujući bankarske, valutne i ostale krize (raniji primjer Češke). Asteriou i Spanos (2019) istražujući odnos između financijskog razvoja i ekonomskog rasta na uzorku 26 zemalja EU tijekom perioda od 1990 do 2016, pokazuju da su u pred-kriznom razdoblju financijski razvoj i ekonomski rast u pozitivnoj vezi, dok u razdoblju krize financijski razvoj negativno utječe na ekonomski rast. Kapitalna kretanja naime imaju elastičnost koja se udvostručuje tako da su početni kapitalni priljevi veliki zbog više kamate, ali kada investitori ponovno razmotre svoja ulaganja i uoče povećanje priljeva u zemlju i poteškoće u fiskalnoj sferi i u bilanci plaćanja mogu vrlo brzo povući svoja ulaganja i time de facto ostvariti krizu. Također, zemlje koje ojačaju svoje financijske sustave neposredno prije liberalizacije imaju najviše koristi od liberalizacije kapitalnih transakcija (Babić, 2002).

Bogdan (2010) ističe da liberalizacija s aspekta većeg priljeva FDI u zemlju ima pozitivan učinak na gospodarski rast u zemljama koje već imaju visoku razinu dohotka, razvoja ljudskog kapitala te visok stupanj vladavine prava i razvijenosti financijskih tržišta.

S druge strane, Franc (2017) je u svom istraživanju ispitivala statističku povezanost izvoza, priljeva FDI i ekonomskog rasta na primjeru Republike Hrvatske, u razdoblju od 2000. do 2016. godine. Autorica je dokazala statistički značajnu i pozitivnu vezu između izvoza roba i usluga, priljeva inozemnih izravnih ulaganja i ekonomskog rasta u Republici Hrvatskoj.

Trenutno rizici za hrvatsku ekonomiju proizlaze iz općenite stagnacije gospodarstva, činjenice da se ključne reforme ne provode, a posebice da u slučaju nove krize naše gospodarstvo opet nije dovoljno pripremljeno. U posljednje vrijeme veliku opasnost za gospodarstvo predstavlja i odlazak stanovništva, prvenstveno mlade radne snage. Nadalje, hrvatski financijski sustav potrebno je dodatno osnažiti, posebice u predkriznom razdoblju. Kanali prenošenja globalnih financijskih šokova na hrvatski financijski sustav primarno su slijedeći: stupanj vanjske



neravnoteže (iskazan deficitom tekućega dijela platne bilance) te stupanj uključenosti stranih financijskih institucija u hrvatskom financijskom sustavu (iskazan vanjskom zaduženošću te udjelom stranih banaka u vlasničkoj strukturi hrvatskih banaka). Zbog toga je potreban gradualizam i oprez u ekonomskim reformama koje moraju biti vrlo složene i međusobno povezane. Opća dijagnoza stanja hrvatske ekonomije i ranjivosti financijskog sektora polazna je osnova za izradu plana redosljeda liberalizacije kapitalnog računa i njegove koordinacije s ostalim reformama, osobito s makroekonomskim politikama i liberalizacijom financijskoga sustava (Radošević, 2011).

Tri su glavne faze u liberalizaciji kapitalnoga računa koje su koordinirane s ostalim reformama (Radošević, 2010). Prvo, monetarna i fiskalna politika moraju biti usmjerene na ostvarivanje Maastrichtskih kriterija, kako bi se osigurala makroekonomska stabilnost. Iako se ciljana inflacija po preporuci i uvjetima Maastrichtskih kriterija koristi, sama provedba u ovoj fazi pokazala je određene nedostatke. Najočitiiji je bio u platnoj bilanci Hrvatske koja u trenutku kada se ova faza provodila nije bila usklađena s mjerama koje su poduzimane. Ekonomisti su ovu fazu ocijenili kao nekonzistentno provođenje liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske. Druga faza podrazumijeva konsolidaciju reformi u kojoj su ciljevi strategije liberalizacije kapitalnoga računa otklanjanje »asimetričnosti« u kapitalnim kontrolama te liberalizacija restrikcija na kapitalne odljeve rezidenata. Ulazak Hrvatske u mehanizam ERM2 povezan je s povećanjem stupnja liberalizacije kapitalnih tokova, te je determiniran s razvojem krize u euro zoni. ERM2 režim u kombinaciji s liberalizacijom kapitalnog računa podrazumijeva povećanje stabilnosti financijskog sustava. U ovoj fazi bitna je uloga HNB koja treba pojačati nadzor financijskog sektora i djelovati na prijenos rizika s državnog na privatni sektor gospodarstva. Konačno, treća faza odnosi se na preostalih kapitalnih restrikcija, uz zadržavanje mjera u okviru makroprudencijalog nadzora, prvenstveno kreditnog rizika. U ovoj fazi očekuje se ulazak u Europsku monetarnu uniju te euro postaje nacionalnom valutom. HNB postaje dijelom sustava europskih centralnih banaka i ECB-a. Sasvim je izvjesno kako će se ovi rokovi liberalizacije kapitalnih tokova Hrvatske s inozemstvom i ulaska u euro zonu morati prolongirati uslijed krize u euro zoni. To bi značilo prolongirano korištenje hrvatskog monetarnog suvereniteta, najvjerojatnije nakon 2020. godine, te se mogu očekivati znatno stroži uvjeti za ulazak Hrvatske kao nove članice u Europsku monetarnu uniju.

Navedene faze opisuju različite situacije i izazove s kojima s Hrvatska mora suočiti na putu do liberalizacije kapitalnih tokova, ali jedna stvar je zajednička unutar svih faza. Reforma

liberalizacije nikada ne može doći samostalno, ona mora biti praćena i drugim nizom reformi ili monetarnim uvjetima. Preciznije, njezina provedba zahtijeva mirovinsku i zdravstvenu reformu te monetarnu stabilnost. Trenutno su problemi unutar mirovinskog i zdravstvenog sustava možda i veći nego što su bili ranije. Ukoliko bi se htjela provesti uspješna i potpuna liberalizacija kapitalnih tokova, jasno je da gore navedene reformske pakete treba provesti što prije. Monetarni aspekt Hrvatske može se smatrati uređenim, ali ukoliko ne dođe do rješavanja problema unutar zdravstvenog i mirovinskog sustava, ne može se očekivati i napredak u segmentu liberalizacije kapitala.

#### 4.3. Političko-ekonomske odrednice (ne)uspješnosti liberalizacije u Hrvatskoj

Svaka liberalizacija utječe na redistribuciju dohotka - prilagođavanje liberalizaciji tekućeg računa uz deprecijaciju pogađa najsiromašniji sloj, dok uz restriktivnu politiku dobijemo sličan učinak uz niži rast, ali i nižu inflaciju. U takvom slučaju, kao i u slučaju svih reformi koje uz dugoročne koristi obično prate kratkoročni troškovi, potrebno je uzeti u obzir komplementarne politike kao što je npr. socijalna mreža sigurnosti. Dakle, politička ekonomija igra bitnu ulogu u formiranju dovoljne podrške za liberalizaciju (Marčetić, Mušikić i Turanjanin, 2018; Radošević, 2010).

Na primjeru Hrvatske, liberalizaciju kapitalnih tokova ne možemo smatrati posve uspješnim procesom. Kao što je i ranije navedeno, razdoblje našeg ulaska u EU, i olakšanog pristupa izvorima kapitala dogodio se u razdoblju recesije, kada je tržište kapitala bilo u kontrakciji. Nadalje, neusklađenost državnog proračuna, zaostajanje s reformskim paketima koji moraju prethoditi liberalizaciji, kao i politički nekonsenzus oko dugoročnih ciljeva, nisu pogodovali provedbi procesa liberalizacije.

Ono što se svakako može istaknuti kao problem, koji je dugoročnog karaktera jest činjenica da kapitalni priljevi koji i jesu stigli do Hrvatske nisu došli u obliku investicija, nego kredita. Ekonomski prosperitet u kojem se živjelo tijekom 2000-tih godina temeljen je na inozemnog zaduživanju u svrhu potrošnje, a ne investicija. Liberalizacija tržišta kapitala i financijskoga tržišta ne mora uvijek dovesti do bržeg ekonomskog rasta, već može biti uzrokom povećane nestabilnosti ekonomije.

Prema nekim empirijskim studijama liberalizacija tržišta kapitala povećala je makroekonomske rizike, bez značajnijeg učinka na ekonomski rast. Ključni zaključci nove teorije sasvim su jasni: liberalizacija tržišta kapitala i financijska liberalizacija morale bi se provesti vrlo oprezno, s time da su složenost strategije liberalizacije i rizici povezani s time podržali opredjeljenje za strategiju gradualizma (Radošević, 2010).

Neki ekonomisti, prema Radoševiću, smatraju da deregulacija i liberalizacija financijskih tržišta i tržišta kapitala moraju biti popraćene pomnom primjenom makroprudencijalnih kontrola, kako bi se sačuvala stabilnost financijskoga (i bankovnog) sustava. Polazeći od teze da regulator ima asimetrične informacije i banke može kontrolirati samo indirektno, nova teorija regulacije banaka postaje klasičnim problemom odnosa »principala i agenta«. Regulator (principal) primjenom kontrola i ograničenja pokušava utjecati na ponašanje banaka (agent), kako bi banke više djelovale u skladu sa društvenim ciljevima. Problem asimetričnih informacija (dužnika i kreditora) od manje je važnosti u odnosu na problem „moralnog hazarda“, koji je ključni faktor u nastanku financijskih kriza. Zbog toga se smatra da bi se morali preferirati »cjenovni mehanizmi« (financijske regulacije) koji direktno utječu na glavni uzrok problema, na razliku među društvenim i privatnim koristima (ciljevima).

Ukratko, ranjivost domaćeg financijskog sustava proizlazi iz velikog stupnja euroizacije za koji objektivno nije bilo potrebe. Kroz protekle godine, čak i tijekom posljednje krize kuna je uspjela zadržati stabilnost. U uvjetima visoke euroizacije iznenadne i veće promjene deviznog tečaja mogu imati izrazito negativne bilančne učinke. S druge strane, povećana ranjivost financijskoga sustava implicira još većim značenjem uvođenja mjera makroprudencijalne kontrole i nadzora banaka. To podrazumijeva bolju kontrolu i upravljanje rizicima banaka te stvaranje deviznih obveza banaka i izloženosti deviznim rizicima kod neosiguranih klijenata (Radošević, 2010). Hrvatska narodna banka, u svojem radnom dokumentu (HNB, 2004.), dala je osnovne smjernice liberalizacije kapitalnoga računa, ali u sklopu ispunjavanja obveza prema Europskoj Uniji. Dokument je predviđao liberalizaciju tržišta nekretnina, obvezu kupovine stranih vrijednosnih papira preko brokera te otvaranje računa rezidenata u inozemstvu i slobodni transferi kapitala u inozemstvo. S druge strane, prijedlog HNB-a odnosio se na ukidanje sljedećih kapitalnih restrikcija:

1. Ulaganja nerezidenata u domaće vrijednosne papire i udjele u investicijskim fondovima;
2. Zabrana da nerezidenti ne smiju kupovati blagajničke zapise centralne banke i trezorske zapise Ministarstva financija;
3. Ograničenja koja se odnose na strukturu ulaganja stranih investicijskih fondova čije

udjele hrvatski državljani smiju kupovati, s proširenjem izdavatelja na sve zemlje OECD-a;

4. Zadržavanje postojećeg ograničenja kratkoročnog kreditiranja između rezidenata i nerezidenata (Radošević, 2010).

Jedan od najvećih problema hrvatskog gospodarstva koji je već godinama uzrokom brojnih političkih i ekonomskih debati je problem inozemnog duga. Iako je posljednjih godina on u postupku smanjivanja, posljedice njegovog brzog rasta u prethodnim desetljećima osjećaju se i danas. Pitanje vanjskog duga nagnalo je i brojne znanstvenike kao i političare da provedu brojne analize i pozabave se tim problemom.

U svome radu, Bogdan objašnjava rezultate provedenih analiza koje pokazuju dugoročnu neodrživost takvoga trenda zaduživanja u inozemstvu, pa je u nekoliko makroekonomskih scenarija ukazano na realnu opasnost nastanka »dužničke krize« u Hrvatskoj. No, mjere koje su poduzimane nakon toga nisu na odgovarajući način riješile problem, već su samo djelovale na usporavanje dinamike rasta vanjske zaduženosti te na promjenu strukture inozemnog zaduživanja.

Ključni problem je u tome što su inozemne kredite koristili dužnici iz non-tradable sektora. U non-tradable sektor ubrajamo onaj dio djelatnosti koji ne stvara proizvod ili uslugu kojom se može međunarodno trgovati, odnosno onaj output koji ne sudjeluje u međunarodnoj razmjeni. Primjeri takvog sektora su državna i javna poduzeća, školstvo, zdravstvo, građevina itd..

. Najveće koristi od liberalizacije kapitala imale su one zemlje koju su u tranzicijskom periodu kapitalne priljeve iskoristile za razvoj *know-how* tehnologija, inženjerstvo i općenito razvoja onih djelatnosti čiji su outputi traženi na svjetskom tržištu. Drugim riječima došlo je do zaduživanja radi potrošnje, a ne radi stvaranja nekog konkretnog outputa koji se kasnije može prodati ili izvoziti . Zbog toga su hrvatske banke suočene s neizravnim kreditnim rizicima. Zbog toga je ranjivost financijskoga sustava i dalje izuzetno visoka. Indikatori financijske krize koji mogu indicirati mogućnost nastanka platno bilančne, odnosno makroekonomske krize su sljedeći: udjel deficita tekućega dijela platne bilance u BDP-u te udjel vanjskoga zaduženja u BDP ili odnos otplata duga prema izvozu (Radošević, 2010). Razina inozemnoga zaduženja predstavlja ključni problem ekonomske politike Hrvatske. Ali, najveću opasnost za zemlju predstavlja okolnost kada je povećano zaduživanje u inozemstvu korišteno za financiranje potrošnje, a ne financiranje investicija. Ključni čimbenik održivog zaduživanja u inozemstvu nalazi se u korištenju kredita za proizvodne investicije kojima se povećava proizvodnja i izvoz;

gdje se naplatom izvoza kumuliraju devize koje će biti potrebne za otplatu kredita uzetih u inozemstvu (Bogdan, 2010).

## 5. ZAKLJUČAK

Cilj ovoga rada bio je prikazati reformu liberalizacije kapitalnih tokova, kao posljedicu financijske globalizacije i međunarodnih integracija. Kao što je i od prije jasno, svaka zemlja ima svoje specifičnosti, te ne možemo pretpostaviti univerzalno pravilo po kojem bi se bilo koja, pa tako i ova, reforma mogla provoditi po načelu da ista pravila vrijede za sve.

Liberalizacija kapitalnih tokova, predstavlja odbacivanje bilo kakvih restrikcija i blokada slobodnom kretanju kapitala. Njezina je primarna funkcija olakšati i ubrzati procese investiranja. S obzirom da je riječ o velikom i kompleksnom procesu, jasno je da je za njegovo uspješno ostvarivanje potrebno ispunjavanje određenih preduvjeta poput stabilnosti tržišta, ne postojanje disbalansa u nacionalnim financijama, konsenzus zainteresiranih strana itd.

U radu je korištenjem postojećih istraživanja opisana veza između kapitalnih tokova i tranzicijskog perioda gospodarstva. Ova veza pokazuje pozitivnu korelaciju, odnosno da se u momentima prelaska s planskog na tržišno gospodarstvo, privatizacije, i otvaranja tržišta kapitalni priljevi povećavaju. Ako tranziciju općenito promatramo kao neku promjenu, odnosno prelazak s jednog stanja u neko drugo, i pristupanje određene zemlje Europskoj Uniji možemo okarakterizirati kao svojevrsnu tranziciju. U ovome radu, uspoređeno je ponašanje kapitala u ekonomijama odabranih zemalja koje su pristupile Europskoj Uniji. Koristi od članstva u takvoj zajednici su višestruke, ali to članstvo zahtijeva i žrtvovanje s aspekta monetarne politike. Unutarnje i zajedničko tržište potpuno je integrirano po pitanju trgovine robom, uslugama, kapitalom, a pitanja poput monetarne politike podignute su na nadnacionalnu razinu.

S aspekta Hrvatske, tijekom 2000-tih godina postotni je udio investicija na tržištu Hrvatske rastao, ali je taj rast prekinut dolaskom krize. S obzirom da se taj period poklapao s članstvom u EU, ni tu prilike nisu do kraja iskorištene, te se Hrvatska ponovno nalazi pred velikim izazovima. Stanje gospodarstva konstantno ograničava mogućnost za provedbu optimalne liberalizacije, s obzirom da uvjeti poput konsolidiranog proračuna ili provedbe zdravstvene i mirovinske reforme nisu zadovoljeni. Stabilnost gospodarstva dobrim dijelom počiva u optimalnoj kapitalnoj razmjeni, investicijama kao pokretačima razvoja i rasta, a ne potrošnji.

Temeljni problem Hrvatske koji koči daljnje liberaliziranje je veliki inozemni dug u kombinaciji s neprovedenim reformama u sektorima zdravstva i mirovinskog osiguranja. Ti

sektori gomilaju i javni dug, te stvaraju deficite u državnoj blagajni. Kada se tome pridoda i spora, zakrčena i neučinkovita birokracija jasno je da je investicijska klima u zemlji loša. Hrvatska bi gospodarstvo prije daljnje liberalizacije prvo trebalo srediti domaće tržište, ojačati financijski sustav i riješiti pitanje otplate dugova.

Nakon provedbe tih reformi stvoriti će se uvjeti za dobru i sigurnu provedbu procesa liberalizacije. Zaključno, koristi ekonomske liberalizacije svakako su velike, te ukoliko je gradualistički i dosljedno provedena, mogla bi osigurati dugoročnu stabilnost hrvatskog gospodarstva.

## LITERATURA

1. Asteriou, D. & Spanos, K. (2019). The relationship between financial development and economic growth during the recent crisis: Evidence from the EU. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.05.011>
2. Babić, A. 2002, *LIBERALIZACIJA KAPITALNIH I FINANCIJSKIH TRANSAKCIJA U HRVATSKOJ*, Hrvatsko društvo ekonomista, Zagreb
3. Biškupec, P.P. & Zorić, A.B. 2017, "*OPTIMIZACIJA KORIŠTENJA INSTRUMENTATA MONETARNE I MAKROPRUDENCIJALNE POLITIKE U SVRHU ŠČUVANJA STABILNOSTI FINANCIJSKOGA SUSTAVA*", Zbornik Ekonomskog Fakulteta u Zagrebu, vol. 15, no. 1.
4. Bogdan, Ž. 2009, *Utjecaj FDI-ja na gospodarski rast europskih tranzicijskih zemalja*, Ekonomski fakultet - Zagreb.
5. Bogdan, Ž. 2010, *Istraživanje veze između inozemnih direktnih investicija i gospodarskog rasta europskih posttranzicijskih zemalja*, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb.
6. Bruno, V. & Shin, H.S. 2015, "*Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy*", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pp. 119-132.
7. Franc, S. 2017. IZVOZ, INOZEMNA IZRAVNA ULAGANJA I EKONOMSKI RAST U REPUBLICI HRVATSKOJ. Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije/ *Economy and Market Communication Review*. God./Vol. 7; Br./No. 2. pp. 298-317.
8. Franc, S. 2013, "*RAZVOJNI CIKLUS INOZEMNIH IZRAVNIH NETO ULAGANJA ZEMALJA CLANICA EUROPSKE UNIJE*", *Ekonomski Vjesnik*, vol. 26, no. 1, pp. 23.
9. Globan, T. & Arčabić, V. 2012, "*Odrednice niske volatilnosti kapitalnih priljeva u Hrvatskoj*", *Privredna Kretanja i Ekonomska Politika*, vol. 22, no. 131, pp. 59.
10. Globan, T. 2011, "*REZISTENTNOST PRILJEVA KAPITALA U UVJETIMA GLOBALNE FINANCIJSKE KRIZE: SLUCAJ EUROPSKIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA/RESILIENCE OF CAPITAL INFLOWS DURING GLOBAL FINANCIAL CRISIS: CASE OF EUROPEAN TRANSITION COUNTRIES*", Zbornik Ekonomskog Fakulteta u Zagrebu, vol. 9, no. 1, pp. 187.
11. Kotarski, K. 2012, "*Paradox of Globalization: Democracy and the Future of World Economy*", *Politicka Misao*, vol. 49, no. 1, pp. 254.
12. Lončar, J. 2005. *GLOBALIZACIJA. POJAM, NASTANAK I TRENDOVI RAZVOJA*. Geoadria, Vol. 10, No. 1, 91-104



13. Lovrinčević, Ž., Buturac, G. & Marić, Z. 2004, *PRILJEV INOZEMNOG KAPITALA – UTJECAJ NA DOMAĆE INVESTICIJE I STRUKTURU ROBNE RAZMJENE*, Hrvatsko društvo ekonomista, Zagreb.
14. Mahmutović, H. & Talović, S. 2014, "*LIBERALIZACIJA EKONOMSKIH TOKOVA KAO BITNA DETERMINANTA SAVREMENE GLOBALIZACIJE: NEKI TEORETSKI POGLEDI I ARGUMENTI*", *Tranzicija*, vol. 16, no. 33, pp. 71.
15. Marčetić, M., Mušikić, S. i Turanjanin, D. 2018. *FINANSIJSKA INTEGRACIJA I KAPITALNI RAČUN SRBIJE U DUGOM ROKU*. *Ekonomija. Teorija i praksa*. Godina XI, broj 2, 21-31.
16. Radošević, D. 2010, *STRATEGIJA LIBERALIZACIJE KAPITALNIH TOKOVA HRVATSKE S INOZEMSTVOM*, Hrvatsko društvo ekonomista, Zagreb.
17. Radošević, D. 2012, *UPRAVLJANJE KAPITALNIM RAČUNOM HRVATSKE I DUŽNIČKA KRIZA EVROPSKE MONETARNE UNIJE: PREISPITIVANJE*, Hrvatsko društvo ekonomista, Zagreb.
18. Radošević, D. 2009. Strategija, brzina i redosljed ekonomskih reformi; Zbornik radova sa XVII. Tradicionalnog savjetovanja Hrvatskog društva ekonomista pod nazivom „Ekonomika politika Hrvatske u 2010. godini“; Hrvatsko društvo ekonomista i Inženjerski
19. Lovrinčević, Ž, Marić, Z. i Mikulić, D. 2004. *PRILJEV INOZEMNOG KAPITALA – UTJECAJ NA NACIONALNU ŠTEDNJU, DOMAĆE INVESTICIJE I BILANCU PLAĆANJA TRANZICIJSKIH ZEMALJA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE*. *Ekonomski pregled*, 56 (3-4), 163-184.

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Neto privatni financijski tokovi u zemljama u razvoju (mlrd. USD).....	15
Slika 2. Ukupne zalihe priljeva i odljeva FDI u EU27 u mil. USD, 1992.-2010. ....	26
Slika 3. Neto odljevi FDI per capita u EU27 i Hrvatskoj u USD, 1992.-2010. ....	27

## **POPIS GRAFIKONA**

Grafikon 1. Tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, FDI Mađarske s ostatkom Europske Unije .....	17
Grafikon 2. Tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, FDI Češke s ostatkom Europske Unije	18
Grafikon 3. Tržišni udio u razmjeni dobara i usluga, FDI Hrvatske s ostatkom Europske Unije .....	19

## **ŽIVOTOPIS**

**Naima Abadžić**

### **ISKUSTVO:**

- **listopad 2019. – danas**

**Blitz Film & Video Distribution. – asistent u marketingu i zakupu medija**

- **kolovoz 2018. – listopad 2019.**

**Henkel d.o.o. – brand manager asistent, divizija:kozmetika**

### **OBRAZOVANJE:**

- **studeni 2017. – danas**

**Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu – diplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije, smjer financije**

- **veljača 2018. – lipanj 2018.**

**Fakultet ekonomije i managementa , Sveučilište u Ateni, – Erasmus+ studentska razmjena**

- **listopad 2012. – rujan 2017.**

**Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu – preddiplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije – sveučilišni prvostupnik ekonomije**

- **rujan 2008. – lipanj 2012.**

**XVI. gimnazija u Zagrebu**

### **JEZICI:**

- **engleski C1**
- **španjolski B2**
- **talijski A2**

### **DIGITALNE VJEŠTINE:**

- **MS Office**
- **društvene mreže - Instagram, Facebook, Twitter, LinkedIn**
- **Canva - izrada prezentacija, letaka,...**