

*Dušan Zbašnik*¹

UDK 338.23

336.74

339.74

USKLAĐENOST EKONOMSKE LIBERALIZACIJE

Sažetak

Devizni tečaj utječe na ponašanje realnog sektora i stanje tekućeg računa. Monetarna politika predstavlja važan instrument u procesu snižavanja cijena. Treći element »magičnog trokuta« je kamatna stopa. Očita je uska povezanost fiskalne i monetarne politike. Oporezivanje, potrošnja i zaduživanje djeluju na monetarnu politiku te je potrebna koordinacija. Makroekonomska stabilizacija je potreban uvjet za liberalizaciju tokova kapitala. Složeno međunarodno okruženje i integracijske ambicije potenciraju teškoću zadatka.

Ključne riječi: liberalizacija računa kapitala, devizni tečaj, koordinacija politika

JEL klasifikacija: F21, F31, F32, F42

1. Uvod

Nakon suspendiranja zlatne konvertibilnosti američkog dolara bitno se promijenila uređenost međunarodnih ekonomskih aktivnosti. Sistem fiksnih deviznih tečajeva (»brettonwoodski« sistem) dao je mjesto fleksibilnim i kontrolirano fleksibilnim tečajevima koji danas prevladavaju. Umjesto dugogodišnjih relativno niskih i predvidljivih

¹ Dr.sc. Dušan Zbašnik, izvanredni profesor, Ekonomsko-poslovni fakultet, Univerzitet u Mariboru

kamatnih stopa došle su promjenljive i nepredvidljive kamatne stope. To je privrednicima prouzrokovalo dodatne teškoće, a istovremeno otvorilo nove mogućnosti za unosna investiranja kapitala. Blizanci kamatna stopa i devizni tečaj (ali nismo zaboravili na treći element, fluktuiranje robnih cijena) uzročnici su rizičnosti ishoda poslovanja poduzeća i platne bilance države. Time se pridružujem stručnim stavovima koji naglašavaju potrebu za mjerenje izloženosti poduzeća promjeni financijskih cijena (Smithson i dr., 1995. 30) i brojnim autorima koji u uslovima postojeće američke gospodarske krize i objektivnih mogućnosti za nove prijenose negativnih efekta na svjetsko gospodarstvo prepoznaju potencijalne opasnosti za nacionalna gospodarstva.

2. Tokovi kapitala i kriza

Michel Camdessus, tadašnji direktor Međunarodnog monetarnog fonda (MMF - a), označio je meksičku krizu (1994./95.) kao prvu financijsku krizu 21. stoljeća. Nije pogriješio u stoljeću, htio je upozoriti na brzinu i dimenziju prilagođavanja i kretanja financijskih tokova. Nekoliko godina kasnije mogli smo napraviti usporedbu između meksičke krize i još opasnije azijske krize. Bilo je očito da se susrećemo s ekonomsko - političkim poteškoćama zemalja u razvoju koje nisu pripremljene na sve moguće posljedice djelovanja veoma pokretnog kapitala. Potrebno je napomenuti da se radi o državama koje nisu imale visokih fiskalnih deficita i visokih stopa inflacije, zbog toga su i privukle pozornost inozemnih investitora. Dotoci kapitala iz inozemstva na Dalekom su istoku i u Meksiku pridonijeli velikom povećanju potražnje, brzom rastu cijena financijskih instrumenata i nekretnina, ubrzanom rastu aktive i pasive bankovnog sektora, osjetljivom deficitu tekućeg računa i suficitu financijskog i kapitalnog računa. Stručnjaci MMF - a (Calvo i dr., 1993.) dijele uzroke povećanja suficita kapitalnog računa platne bilance na vanjske (sniženje kamatnih stopa u inozemstvu, recesija u inozemstvu, sniženje stope prinosa) i unutarnje. Unutarnji razlozi obično su značajniji. Među njih ubrajamo: poboljšanje ocjene rizičnosti države, dobre mogućnosti za apsorpciju kapitala, porezne olakšice, manji deficit javnog sektora, uvođenje financijskih instrumenata s deviznom klauzulom, repatrijacija kapitala, snižavanje carina, liberalizacija domaćih financijskih tržišta. Istraživanje (Benett i dr., 1993. 1 – 46)

šest zemalja s najvećim dotokom kapitala iz inozemstva pokazalo je da je uzroke potrebno tražiti naročito u mješavini strukturnih reformi (privatizacija, liberalizacija trgovine, reforma poreznog sustava), fiskalne politike i restriktivnije kreditne politike. Kada je mobilnost (i reverzibilnost kretanja) bitnog udjela kapitala visoka i dostiže nekoliko postotaka bruto domaćeg proizvoda, može se govoriti o »opasnom novcu«. S tim se najavljuje vjerojatno buduće pogoršanje ekonomskih indikatora zemlje koja će se još neko kraće vrijeme baviti pitanjima prevelike ponude deviza na tržištu. Ova se vjerojatnost u Meksiku temeljila na brzom rastu bankovnih kredita u privatnome sektoru, nepromijenjenom tečaju nacionalne valute do američkog dolara i rastu inozemnih kamatnih stopa. U Aziji je veliki dio pritoka kapitala imao kratkoročan značaj, a financijski sektor ih je bez potrebnog osiguranja protiv valutnog rizika uključio u investicijski ciklus sektora nekretnina. I u SAD - u predstavlja povezanost financijskog i nekretninskog sektora uzročnika, odnosno »trigger« krize. Jedan uvjet se očito pojavljuje kod svih financijskih i ekonomskih kriza dosada: neracionalno investiranje koje ne priznaje nikakvu granicu razumnosti i razumije jedino konačnu eksploziju investicijskog napuhanog balona.

3. Dimenzija deviznog tečaja

Potpuno slobodno fluktuiranje deviznog tečaja ne predviđa intervenciju monetarne vlasti i teoretski predstavlja dobro rješenje. U praksi se može govoriti o upravljanoj fluktuirajućem tečaju. U rastućim gospodarstvima (emerging markets) prevladavali su čvršći modaliteti tečajeva. Kada gospodarstvo upotrebljava devizni tečaj kao sidro, vrlo se teško suprotstavljati (špekulativnim) pritiscima na valutu, što naročito stoji kada je financijski sustav oslabljen ili još nije u potpunosti izgrađen. Relativno nepromijenjeni tečajevi produbljuju nesrazmjere financijskog sistema i navode rezidente na još ekstenzivnije zaduživanje u inozemnom novcu, kao da ne postoji valutni riziko (nešto slično doživio je Europski sistem deviznih tečajeva 1992. godine). Zbog toga ne dolazi samo do aprecijacije domaćeg novca, nego i do povećanja zaduženosti (po pravilu kratkoročne, jer su inozemni vjerovnici oprezniji od domaćih vjerovnika), kao i do deficita tekućeg računa platne bilance.

U tim je uvjetima opasno na srednji rok prihvatiti stajalište (obrazloženje) o međunarodnoj tržišnoj arbitraži koja održava zakon jednakih cijena. Teorija pariteta kupovnih snaga brani stajalište da moraju devalvirati valute s visokim stupnjem inflacije (u eri fluktuirajućih tečajeva bolje je upotrijebiti termin deprecijacija) u odnosu na valute s nižom stopom inflacije. Iz toga proizlazi da promjene deviznih tečajeva izražavaju različite stope inflacije u pojedinim zemljama. Relativno (pre)mala promjena tečaja zbog dovoljne ponude deviza uspava tržište. Ponuda deviza na tržištu proizlazi iz upotrebe inozemne akumulacije (npr. kredita). Kretanje domaćih cijena trebalo bi otklanjati promjene u odnosu nivoa inozemnih i domaćih cijena. Na taj način razmišljaju privredni subjekti kada na tržištu prodaju devize ostvarene putem tekućih transakcija. Teorija pariteta kupovne snage jasnije se potvrđuje samo u usporedbi geografski bližih zemalja koje su jako trgovinski povezane (Frenkel, 1981. 145). Autor je dokazao da postoje značajna dugoročna odstupanja od teorije pariteta kupovnih snaga. Empirijski je dokazano da teorija važi više na dugi nego na kratki rok, kod čega dugoročnost znači pet do petnaest godina. Karakteristično je da je i fenomen novoindustrijaliziranih zemalja jugoistočne Azije moguće promatrati u tom vremenskom okviru. Vrlo je bitno da teorija više važi za robu koja je predmet robne razmjene (tradables) nego za robu koja ne ulazi u tokove razmjene s inozemstvom (non-tradables). Ustanovili su da u zemljama s vrlo visokom stopom inflacije dolazi do brže deprecijacije, a pri tome je paritet kupovnih snaga vodeća snaga definiranja deviznog tečaja. Države jugoistočne Azije nisu se ubrajale u ovu grupu i predstavljale su perspektivno područje investiranja. U dužem vremenskom periodu ipak je došlo do prilagodbe tečaja. Teoriji je poznato (Frenkel i Mussa, 1980. 374-381) da je fluktuacija deviznih tečajeva mnogo veća nego promjene nacionalnih nivoa cijena. To je u suprotnosti s hipotezom pariteta kupovne snage, prema kojoj bi fluktuacije tečajeva i nivoa cijena trebale biti jednake. Veće fluktuacije deviznih tečajeva upućuju na mišljenje kako su tržišta robe i devizna tržišta do određene mjere razgraničena (ponekad čak osjetljivo).

Paritet kupovnih snaga temelji se na konceptu robne arbitraže i ništa ne govori o ulozi kretanja kapitala. Već je prije trideset godina bila testirana hipoteza prema kojoj možemo u svijetu, u kojem su tržišta kapitala visoko integrirana i robna tržišta izražavaju sporu prilagodbu cijena, primijetiti osjetne i dugotrajne pomake deviznog tečaja od

pariteta kupovne snage (Dornbusch, 1976. 1161). Osnovna je ideja da možemo domaće i inozemne cijene roba razumjeti kao fiksne, dok se devizni tečajevi brzo prilagođavaju novim informacijama, očekivanjima, tokovima kapitala i promjenama u ekonomskim politikama. Na taj način mogu devizni tečajevi osjetno i dugotrajno ustrajati daleko od pariteta kupovne snage. Kada financijske veze s inozemstvom jačaju, paritet kupovne snage relativno slabo kratkoročno determinira tekući devizni tečaj. Zbog toga srednjoročna prilagodba deviznog tečaja u uvjetima prebrzog liberaliziranja tokova kapitala može biti veoma bolna. Uz slab i nedovoljno snažan financijski sistem najprije će se pojaviti pritisak na devizno tržište i time na državne devizne pričuve. Daljnji razvoj zavisi od mjera ekonomske politike, a i od spremnosti nadnacionalnih, regionalnih i inozemnih institucija za razrješavanje teškoća privatnih vjerovnika (kreditora), odnosno investitora. Sve to važi i za zemlje koje izlaze iz tranzicije.

4. Ponuda deviza

Dotoci deviza iz inozemstva u Hrvatsku rijetko su bili rezultat suficita tekućeg računa. Oni su najviše rezultat dotoka kapitala čija je veličina ponekad bila relativno veća od dotoka kapitala u države jugoistočne Azije, Meksiko, i šire, u države Južne Amerike. Kao rezultat prevelike ponude deviza na deviznom tržištu kuna je aprecirala, iako inflacijska stopa u Hrvatskoj nije bila niža nego u inozemstvu. Iskustva drugih zemalja pokazuju da je u tim uvjetima potrebno brinuti se za uravnoteženost računa javnog sektora, za povećavanje udjela društvenog proizvoda, za produktivne investicije i za povećanje nacionalne štednje. Na taj je način izbor pravilnog odgovora ekonomske politike još teži. Uz veliku otvorenost nacionalne privrede i nekontrolirani porast domaćih troškova, dugoročne ekonomske posljedice mogle bi biti vrlo negativne. Monetarna politika je putem upravljanog fluktuirajućeg tečaja (ali praktički fiksnog) i drugim mjerama sprječavala nominalnu destabilizaciju privrede. Putem sterilizirane intervencije istovremeno je sprječavala realnu aprecijaciju tečaja. Što se tiče troškova, intervencija je određeno vrijeme bila uspješna. Pomagali su je razmjerno visoka valutna i tečajna premija za rizik. Kada rizik postaje jednosmjern, što znači da kod prognoziranja kretanja ekonomskih kategorija

(tečajja) tržište skoro nikad ne može izgubiti, pogriješiti (snizila se premija za riziko), postaju nužne mjere koje bi povećale troškove financijskih pritoka iz inozemstva i kombinacija mjera monetarne i tečajne politike.

Tečajna politika ima važnu ulogu u reguliranju kratkoročnih dotoka. Najveću učinkovitost iskazuje, što se tiče tog užeg problema, kad je tečaj vrlo pokretan i nepredvidljiv. Time unosi nesigurnost u kalkulacije o budućoj razini intervalutarne vrijednosti domaćega novca i utječe na manji dotok kapitala. To vrijedi na analitičkoj razini, a u stvarnosti treba uzeti u obzir i druge parametre. Prvo, dimenzija dotoka (kratkoročnoga) kapitala često je prevelika da bi tečajna promjena mogla utjecati na percepciju rizika. Drugo, velike oscilacije vanjske vrijednosti domaćega novca nisu poticaj tekućim transakcijama. Treće, barem dio aprecijacije domaćega novca temelji se na višoj realnoj stopi rasta (produktivnosti) domaćega proizvodnog sektora, posebno izvozno usmjerenoga. Zato su česte ekonomsko - političke mjere koje, osim utjecaja na tečaj, računaju i na promjenu monetarnih rezervi. Uz opsežniji dotok deviza (npr. iz kreditnih transakcija) međunarodne pričuve rastu, ali ipak do određene granice koju postavlja troškovni vidik posredovanja središnje banke. Još manje mogućnosti za otpor dotocima novca ima monetarna politika. Teorijski bi reagirala pravilno kad bi na povećan dotok kapitala odgovorila snižavanjem domaćih kamatnih mjera. Time bi smanjila stimulativnu razliku između viših domaćih i nižih inozemnih kamatnih mjera. S obzirom na događanja u domaćem, hrvatskom gospodarstvu koje smo već opisali (rastuća domaća javna i privatna potrošnja, rast cijena, deficit tekućeg računa platne bilance), to događanje zahtijeva poduzimanje posve drukčijih mjera od stanja na kapitalnom (novčanom) računu. Ono zahtijeva održavanje nešto viših domaćih kamatnih mjera. To potvrđuje i stalno povećano potraživanje za investicijama, što povisuje kamatne mjere. Zapravo su mogućnosti monetarne politike za ograničavanje novčanih dotoka u rastuće države prilično ograničene.

Za financijski sektor najproblematičniji su pretjerani kratkoročni dotoci kapitala. Financijski sektor posreduje kratkoročne kredite domaćemu gospodarstvu te na taj način povećane obveze prema inozemstvu pretvara u opsežnu i riskantnu aktivu. Zbog toga može, uz određene preduvjete (velik udio kratkoročnih kredita iz inozemstva, oslabljeni nadzor financijskoga posredništva), nastati

makroekonomska neravnoteža. Povećavaju se svi oblici potrošnje, razmjena roba i usluga s inozemstvom postaje ranjiva zbog jačanja domaće valute i zbog pristranih mjerila pri alokaciji financijskih izvora. Dakle, dotoci kapitala mogu stvoriti ili intenzivirati makroekonomsku neravnotežu, čak i u državi sa solidno vođenom ekonomskom politikom. Na deviznome tržištu oblikuje se, uz djelovanje ponude i potražnje, cijena stranoga novca koja odgovara trenutnim odnosima, a nikako ne predstavlja dugoročnu vrijednost ravnoteže koja bi izjednačavala razine cijena u zemlji i inozemstvu. Cijena stranoga novca jest preniska da bi mogla primjereno ograničiti javne financije, a i potiče rast deficita tekućega računa. Preveliki dotoci kapitala ne djeluju dobro na domaće financijsko tržište. Privlači ih relativno viša kamatna stopa, uzrokuju aprecijaciju domaćega novca, a posredno smanjuju kreditnu strogost domaćega bankovnog sektora koji posuđene izvore želi što prije plasirati dalje. Pritom se često može pratiti slabljenje kreditnoga portfelja poslovnoga bankarstva. Nebankovni financijski posrednici obično su manje solidni, ozbiljni i ekonomski moćni. Zato se najvažniji dotoci kapitala vrlo brzo prevode u povećanje cijena, npr. nekretnina ili vrijednosnih papira, što privremeno pospješuje domaću potrošnju i rast deficita tekućega računa. To će potencijalno negativno utjecati na vanjsku vrijednost domaćega novca. Na to upućuju i rezultati istraživanja: »Valutna kriza: Teorija i praksa s primjenom na Hrvatsku« (Krznar, 2004.): «Statistički rigoroznija metoda probit modela izdvojila je među indikatorima ranjivosti pet varijabli, različitih oblika funkcijske veze, koje na najbolji način mogu empirijski opisati značajke razdoblja prije dvije valutne krize u Hrvatskoj. Tako aprecijacija realnog tečaja ispod trenda, smanjenje udjela salda javnih financija u BDP-u i udjela salda tekućeg računa platne bilance u BDP-u, te rast inflacije i inozemnog duga povećavaju vjerojatnost špekulativnog napada na kunu. Kao u slučaju kompozitnog indikatora, različite mjere uspješnosti prilagodbe probit modela pokazuju na primjeru Hrvatske vrlo veliku snagu predviđanja valutne krize u uzorku spomenutim modelom. Pomnija analiza svakoga pojedinog indikatora valutne krize upućuje na činjenicu da dvije identificirane valutne krize u Hrvatskoj nisu istovjetne prirode. Indikatori prve valutne krize mogu se naći u literaturi treće generacije valutnih kriza koja opisuje vezu između problema u bankovnom sustavu i valutne krize, dok se signalne varijable druge valutne krize mogu povezati

sa samoispunjavajućim značajkama valutne krize u modelima druge generacije«.

5. Postupna liberalizacija

Hrvatska kuna najprije je postigla tekuću konvertibilnost. Izravne investicije, kreditne i portfeljske transakcije ubrajaju se među kapitalne transakcije platne bilance. S kontrolom kapitalnih transakcija Hrvatska je prešla put koji su prelazile i najrazvijenije zemlje na putu do velike (potpune) liberalizacije svih transakcija. Istina je da je vrijeme koje danas mogu za taj proces koristiti države sve kraće. Danas vrlo ugledne članice OECD u prošlosti su kontrolirale odtoke kapitala i samo malo manje strogo i dotoke kapitala. Ako bi pregledali nekadašnju praksu ograničavanja i deviznog nadzora kapitalnih transakcija »jačih« država (Francuska, Italija, Japan, djelomično Njemačka i SAD), bilo bi jasno da su države razmjerno brzo osigurale tekuću konvertibilnost valuta, ali mnogo je više vremena bilo potrebno za uspostavljanje konvertibilnosti računa kapitala.

Europski je razmišljati o potencijalnim koristima liberalizacije računa kapitala. Otvorenost tog računa može se trajno održati jedino uz potporu odgovarajuće makroekonomske i financijske politike koje imaju za cilj smanjenje razlike između uslova domaćih i inozemnih financijskih tržišta i otklanjanje ograničenja koja usporavaju postizanje fleksibilnosti plaća i robnih cijena. Pored toga, minimaliziranje promjena u tokovima kapitala moguće je putem ograničavanja oporezivanja financijskih prihoda, imetka i transakcija koje bi mogle ubrzati financijski tok u inozemstvo. Mnogi su autori uvjereni (Mathieson i dr., 1993.) da fiskalna reforma koja značajno reducira fiskalni deficit i stvara uslove za neinflatorno financiranje preostalog financijskog deficita predstavlja osnovni makroekonomski uslov. Ako taj izostane, s rastućom inflacijom pojavit će se sumnja o vjerodostojnosti cijelog projekta (liberalizacije) i ubrzat će se odljev domaćeg kapitala u inozemstvo. Čak i u slučaju da je veliki fiskalni deficit financiran emisijama vrijednosnih papira, rastući će unutarnji i vanjski dug jačati sumnju o sposobnosti države za servisiranje duga.

Države koje su prije Hrvatske liberalizirale račun kapitala primijenile su različite strategije. Neke od njih veći su dio kapitalne kontrole

otklonile veoma brzo. Veći dio država odlučio se za postupnu liberalizaciju. Ona je počela s manje volatilnim transakcijama i transakcijama koje su neophodno potrebne za normalnu poslovnu aktivnost. U tom smislu, prije su bile liberalizirane izravne investicije iz inozemstva nego portfeljska ulaganja, a komercijalni krediti su se liberalizirali prije financijskih kredita. Promet dionica bio je liberaliziran prije poslovanja s obveznicama. U slučaju obveznica najprije su došli na red dugoročni, a kasnije kratkoročni vrijednosni papiri. Teoretičari postupne liberalizacije uvjereni su kako je prije liberalizacije računa kapitala potrebno osigurati makroekonomsku stabilizaciju i, primjerice, sniziti stopu inflacije, prilagoditi nivo kamatnih stopa kamatnim stopama referencijskih država, reformirati tržište radne snage te liberalizirati robnu razmjenu jer se tržište kapitala prilagođava brže nego ostala tržišta. Zajednička karakteristika različitih modela liberalizacije stranih država je i to da dopuštaju korak unazad u liberalizaciji kapitalskih transakcija (transakcija kapitala) ako je to potrebno zbog vanjskih razloga ili zbog prebrzo izvedene i nedovoljno promišljene liberalizacije.

Uvjeran sam da će ispunjavanje obveza čija je (ili će biti) dinamika određena u toku pregovora s Europskom unijom, bitno utjecati na hrvatska poduzeća, banke i cjelokupnu državu. U fazi pregovora s Europskom komisijom nalazi se i poglavlje o slobodnom kretanju kapitala. Ovo pitanje postaje glavna tema svjetskog gospodarstva i financija. Mislim da je potrebno ubrzati makroekonomsku stabilizaciju na svim područjima koja predstavljaju prethodnicu procesa liberalizacije tokova kapitala. Ali postavlja mi se jednako pitanje kao prije tri godine (Međunarodni znanstveni skup: »Izvoz kao temelj strategije razvoja hrvatskog gospodarstva«, Zagreb, listopad 2005.): je li gospodarska stabilizacija, koja predstavlja osnovni preduslov za postizanje postavljenih ciljeva, zaista u Hrvatskoj već postignuta? Pritom mislim na rast deficita tekućega računa platne bilance, povećanje vanjske zaduženosti, mijenjanje konjunktura u inozemstvu, što usporava dotoke stranoga kapitala i započinje procese prilagođivanja javnih i privatnih izdataka, rast domaćih cijena. U opisanim situacijama, koje su nam poznate iz iskustava latinoameričkih država, država jugoistočne Azije i drugih, najčešće izbija relativno brz prekid dotoka stranoga kapitala i također nastaje ubrzavanje otjecanja kapitala iz države. Zato je prilagođavanje veoma bolno, posebno kad je gospodarstvo jako zaduženo (najgore je ako se radi o kratkoročnome zaduženju) i država iskazuje visoku razinu

deficita tekućega računa platne bilance i proračunskoga deficita. S pravom je napisano (Eichengreen i dr., 1998.) da je u opisanim situacijama država jako izložena vanjskim šokovima: promjenama kamatnih mjera, promjenama cijena nafte ili drugih sirovina, promjenama konjunktura u državama najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera, što može prouzročiti pogoršanja odnosa uvožno-izvoznih cijena te, posljedično, slabiju ekonomsko-političku sliku države u očima stranih kreditora. Promijenjena domaća i strana očekivanja mogu stvoriti krizu povjerenja i znatno utječu na oba smjera kretanja financijskih tokova.

Česti su bili prijedlozi da se račun kapitala liberalizira u kasnijim razdobljima stabilizacije i strukturnih promjena zemalja u razvoju jer bi kretanja kapitala mogla usporiti uspješnost reformi (McKinnon, 1991.). Prilagođavanja na robnom i financijskom tržištu nisu jednako brza. Zbog toga je najprije potrebno otkloniti distorzije na tim tržištima, postići fiskalni red i potom liberalizirati gospodarske tokove s inozemstvom. Kako se financijsko tržište prilagođava brže nego robno, prerano otvaranje računa kapitala ubrzalo bi dotok kapitala što bi utjecalo na aprecijaciju realnog deviznog tečaja, a time destabiliziralo reformni program. Iz takvog razmišljanja proizlazi kontrola, odnosno ograničavanje slobode tokova kapitala koje može biti različitog intenziteta i uspješnosti.

Prije početka službenog skupa Međunarodnog monetarnog fonda, u jesen 1998. godine, MMF je organizirao panelni razgovor u kojem su sudjelovali priznati profesori ekonomije (B. Eichengreen, R. Cooper, R. Hausmann, M. Mussa). Cilj konferencije bio je ustanoviti u kojoj su se mjeri promijenili uvjeti od listopada 1997. g., kada je Interim Committee donio Deklaraciju iz Hong Konga kojom se predložilo da u Statutu MMF - a nađu mjesto članci koji bi se odnosili na pitanja tokova kapitala. Diskutanti su istakli da su stajališta SAD - a, MMF - a i G 7 (najutjecajniji zagovornici liberalizacije tokova kapitala) bila preoptimistična i premalo produbljena. Smatrali su kako je regulacija tokova kapitala potrebna kada se radi o međunarodnim transakcijama nego kod domaćih transakcija. Eichengreen je čak iznio stajalište kako je uvođenje depozita bez kamate na dotoke kapitala u državu racionalno kod svih tokova, a ne samo onih koji dolaze kroz bankovni sustav. Konvertibilnost tokova kapitala ne znači da ograničenja više nisu potrebna. J. Bhagwati je bio mišljenja kako liberalizaciju na području robe i usluga nije moguće uspoređivati

s liberalizacijom tokova kapitala jer su kod ove prisutne anomalije (panika, nagađanja, slijeđenje uzorka ponašanja). G. Cooper je iznio mišljenje da se osnovni cilj, a to je optimalna alokacija kapitala, ne realizira zbog neracionalnog ponašanja investitora i obimnih poreznih utaja koje je omogućila prevelika sloboda tokova kapitala. Zaključna misao je bila kako liberalizacija tokova kapitala predstavlja vatru: ona je korisna, ali se njome ne smijemo igrati.

Vidimo da je u toku financijske krize prije deset godina pitanje slobodnog kretanja kapitala postalo vrlo aktualno. Sadašnja financijska kriza po svojim dimenzijama znatno prestiže krizu od prije deset godina. Liberalizacija je na tom području ugrozila stabilnost svjetskog financijskog sustava i to na takav način da se u međunarodnom okruženju otvoreno postavlja pitanje imaju li možda smisla ograničenja na tom području. Dvojba se odnosila na (prebrzu) dinamiku liberaliziranja računa kapitala. Kod toga je sigurno racionalno prihvatiti princip postupnosti kojeg danas podupiru situacija u svjetskoj privredi i ekonomska procjena. Iskustva posljednjih godina pokazala su da liberalizacija tokova kapitala u slabije razvijenim zemljama može imati vrlo nepoželjne učinke na gospodarska kretanja. Negativni se učinci prenose brže nego pozitivni i na razvijenije partnere, npr. na Europsku uniju, a to ne donosi koristi nijednoj strani. Opasnost je bitno povećana u onim državama koje su na vlastitu inicijativu ili na osnovu prijedloga vanjskih savjetnika preuzele model fiksnog pariteta ili upravljanoj fluktuirajućeg tečaja koji se skoro ne mijenja.

6. Zaključak

Inozemne analize pokazuju da su rezultati uključivanja država u EU pozitivni. Korisni su napori da do toga dođe i Hrvatska. Podaci (štednja, investicije, proračun, politika javnih financija, problem ponude deviza, aprecijacija, kamatne razlike, dolazeća svjetska recesija) pokazuju da se sadašnji uslovi bitno razlikuju od onih prije godinu ili dvije. Pokazao sam da teorija pariteta kupovnih snaga kratkoročno ne važi, i zbog toga tekući devizni tečaj ne izražava sve istine o ekonomskoj razmjeni države s inozemstvom. Na tečaj utječu i tokovi kapitala. Ne smije se dopustiti da devizni tečaj djeluje kao sredstvo za mirno spavanje jer paritetne snage djeluju dugoročno. Ako je u kritičnim situacijama račun kapitala sasvim

otvoren i nekontroliran, nije moguće utjecati na veličinu promjene tečaja. Liberalizacija tokova kapitala ima posljedice. One će biti to ugodnije što će više Republika Hrvatska biti uspoređljivija s članicama Europske unije (kamatna stopa, sigurnost, pravni tretman, inflacija, saldo platne bilance, zaduženost, proračunski indikatori, radni staž, socijalne pogodnosti itd.). Zbog toga je veoma značajna makroekonomska stabilizacija (reforma) koja uključuje fiskalnu i vanjskotrgovinsku politiku. Svjedoci smo postupnog približavanja Republike Hrvatske Europskoj uniji. To mora značiti da i liberalizacija kapitalnih transakcija ne poznaje jedino put unaprijed. Ne na taj način da će, hipotetički, stopa inflacije bitno premašiti postavljeni cilj, a domaća (realna) kamatna stopa će kao posljedica biti viša od inozemnih, dok će se put ka punoj liberalizaciji kretanja kapitala nastaviti sa nepromjenljivom dinamikom. Zajednička karakteristika različitih modela liberalizacije stranih država je i to da dopuštaju korak nazad u liberalizaciji kapitalnih transakcija ako je to potrebno zbog vanjskih razloga ili zbog prebrzo izvedene i nedovoljno promišljene liberalizacije. Više nego ta konstatacija, ohrabruje misao da sloboda tokova kapitala ne znači da ograničenja nisu više potrebna. Liberalizaciju na području robe i usluga nije moguće procjenjivati jednako kao liberalizaciju tokova kapitala. Zbog anomalija kod ove posljednje može se brzo osjetno promijeniti devizni tečaj, a time se mijenjaju brojne ekonomske kategorije.

Summary

The foreign exchange rate has an influence over behaviour of the real sector economy and the state of the current account as well. Monetary policy is one of the key factors in decreasing the price growth. The third element of "magic triangle" is the interest rate. Strong ties between fiscal and monetary policies are evident. Any decision concerning taxation, consumption and borrowing should be taken in view of the monetary policy, all providing a strong argument for coordinated fiscal and monetary policy. Macroeconomic stabilization is a necessary prerequisite for capital flows liberalization. The complexity of international economic environment and EU accession ambition are making this problem more difficult.

Key words: capital account liberalization, foreign exchange rate, policy coordination

Literatura

Bennett et al. 1993. *Recent experience with surges in capital inflows*, Occasional paper. 108: 1- 46.

Calvo G. A., Leiderman L., Reinhart C. 1993. *The Capital inflows problem: concepts and issues*. IMF paper on policy analysis and assessment.

Dornbusch R. 1976. *Expectations and Exchange Rate Dynamics*. Journal of Political Economy. 84: 1161 – 76.

Frenkel J. A. 1981. *The Collapse of Purchasing Power Parities during the 1970s*. European Economic Review. 70: 145 – 65.

Frenkel J. A., Mussa M. 1980. *The Efficiency of the Foreign Exchange Markets and Measures of Turbulence*. American Economic Review. 70: 374 – 81.

Krznar I. 2004. *Valutna kriza: teorija i praksa s primjenom na Hrvatsku*. Hrvatska narodna banka.

McKinnon, R. I. 1991. *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: John Hopkins University Press.

Mathieson, D. J., Rojas-Suarez, L. 1993. *Liberalization of the Capital Account*. IMF Occasional paper 103.

Smithson C. W., Smith C. W., Wilford D. S. 1995. *Managing Financial Risk*. Burr Ridge/New York. Irwin.

Zbašnik D. 2005. *Deficit proračuna i tekućeg računa*, Ekonomija/ Economics, br.1, str. 201 – 221.

IMF Economic Forum.1998. *Capital Account Liberalization: What is the best Stance?* Washington. IMF.