

# Neregistrirani tokovi kapitala i akumulacija inozemne aktive : primjer Hrvatske

---

**Vukšić, Goran**

*Source / Izvornik:* **Odabrani prijevodi, 2010, 1, 1 - 24**

**Journal article, Published version**

**Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

<https://doi.org/10.3326/op.1>

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:242:176328>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-04-01**



*Repository / Repozitorij:*

[Institute of Public Finance Repository](#)

## NEREGISTRIRANI TOKOVI KAPITALA I AKUMULACIJA INOZEMNE AKTIVE: PRIMJER HRVATSKE

dr. sc. Goran VUKŠIĆ \*  
Institut za javne financije, Zagreb

Izvorni znanstveni članak\*\*  
UDK: 330.142.28(497.5)  
JEL: F30; F31; F32; F34  
DOI: 10.3326/op.1

### Sažetak

*U radu se procjenjuje iznos bijega kapitala, neregistriranih tokova kapitala te rezultirajuća akumulacija inozemne aktive za Hrvatsku između 2000. i 2007. godine. Problem bijega kapitala dobiva na važnosti u aktualnoj globalnoj financijskoj i ekonomskoj krizi zbog sve većeg nedostatka kapitala u mnogim tržištima u nastajanju i u tranzicijskim zemljama, uključujući i Hrvatsku. Rezultati pokazuju relativno velike iznose akumulacije inozemne aktive tijekom promatranog razdoblja. Velik dio te akumulacije povezan je s kumulativnim iznosima stavke neto grešaka i propusta, koja se interpretira kao neregistrirani tijek kapitala. Postoje argumenti u prilog tvrdnji da stavka neto grešaka i propusta u Hrvatskoj djelomično predstavlja neevidentiranu akumulaciju strane gotovine od potrošnje stranih turista, i/ili djelomično proizlazi iz precijenjenog prihoda od turizma u službenim statistikama. Međutim, ako se ta stavka i isključi iz izračuna bijega kapitala, preostali iznos akumulacije inozemne aktive u promatranom razdoblju i dalje je velik. Ako se neregistrirani dio tokova kapitala uzme u obzir, neto stanje međunarodnih ulaganja Hrvatske se popravlja.*

*Ključne riječi: tokovi kapitala, bijeg kapitala, euroizacija, Hrvatska*

\* Autor zahvaljuje anonimnim recenzentima na korisnim sugestijama koje su pridonijele poboljšanju članka.

\*\* Primljeno: 29.6.2009.

Prihvaćeno: 21.11.2009.

## 1. Uvod

U radu se procjenjuje iznos bijega kapitala i akumulacije inozemne aktive za Hrvatsku između 2000. i 2007. godine. Pojava bijega kapitala predmet je intenzivnog istraživanja tijekom posljednjih 20 do 30 godina. Motivacija istraživača uglavnom je bila objasniti činjenicu da se zemlje u razvoju zadužuju u inozemstvu radi financiranja razvitka, dok je u isto vrijeme moguće procijeniti visoke, ponekad neevidentirane iznose odljeva kapitala iz istih zemalja. Iako mogu postojati različiti motivi za takve transakcije (npr. pranje novca, želja za tajnošću posjedovanja kapitala, strah od inflacije, većih poreza ili drugih rizika), smatralo se da je novac prebačen u inozemstvo različitim kanalima izgubljen u smislu da nije mogao biti korišten za postizanje razvojnih ciljeva. Stoga se većina istraživača slaže da bijeg kapitala ima negativan učinak na razvitak zemlje. Negativne su posljedice izraženije što je veća oskudica kapitala u gospodarstvu. S obzirom na aktualnu globalnu financijsku i ekonomsku krizu i povećanu oskudicu kapitala u mnogim tržištima u nastajanju i u tranzicijskim zemljama, uključujući i Hrvatsku, problem bijega kapitala ponovno je dobio veću važnost. Veličina tokova kapitala u takvom je okruženju važna za ocjenu potreba i mogućnosti financiranja neke zemlje. Također, procijenjeni neregistrirani tokovi kapitala mogu se koristiti za prilagodbu neto stanja međunarodnih ulaganja zemlje, koja je osnovna odrednica njezine vanjske održivosti (Lane i Milesi-Ferreti, 2001).<sup>1</sup>

U određenom smislu ovaj rad nastavlja analizu bijega kapitala iz Hrvatske u Vukšić (2001), kojom je obuhvaćeno razdoblje između 1993. i 1999. godine. Postoje neke metodološke razlike (poboljšanja) zbog bolje kvalitete i veće dostupnosti potrebnih podataka. S obzirom na različite motive za bijeg kapitala i razne vrste transakcija izvoza kapitala, postoje različite definicije tog pojma te, posljedično, različite metode procjene. Za razliku od Vukšić (2001), u kojemu se primjenjuju tri različite metode empirijske evaluacije opsega bijega kapitala, u ovome se radu koristi samo najpopularnija rezidualna metoda. Kao što će u idućem odlomku biti objašnjeno, rezultati nisu u potpunosti usporedivi. Ipak, radi omogućivanja dodatnih zaključaka o prirodi bijega kapitala, kao i radi provjere pouzdanosti rezultata i zaključaka, u ovom se istraživanju primjenjuju različite varijante rezidualne metode i alternativni izvori podataka.

Ostatak rada strukturiran je na sljedeći način: u drugom je odlomku kratko predstavljena metoda korištena u procjeni iznosa odljeva kapitala, neke metodološke manjkavosti, kao i relevantni podaci. Nakon toga prikazane su procjene bijega kapitala od 2000. do 2007. godine. U četvrtom odlomku slijedi interpretacija rezultata, a zadnji odlomak sadržava zaključke.

---

<sup>1</sup> Vidjeti npr. u Morgan Stanley (2009) primjer ocjene makroekonomskih kretanja za Tursku: neevidentirani priljevi kapitala u listopadu i studenom 2008. godine, koji su prema pretpostavci sadržani u stavci neto grešaka i propusta, pomogli su u financiranju vanjskih deficita.

## 2. Metodologija i podaci

### 2.1. Metodologija

Najšira i najčešće primjenjivana metoda procjene bijega kapitala jest rezidualna metoda, poznata i kao metoda Svjetske banke.<sup>2</sup> Osnovnim pristupom uspoređuju se *izvori* priljeva kapitala u obliku povećanja inozemnog duga i neto izravnih stranih ulaganja s *korištenjem* tih priljeva kapitala za financiranje deficita tekućeg računa i povećanje međunarodnih pričuva (v. npr. Cumby i Levich, 1987; Chang i sur., 1997. ili Hermes i sur., 2002). Prema tom pristupu, sva se razlika između *izvora* i *korištenja* kapitala, smatra bijegom kapitala. Potrebno je napomenuti da takva definicija obuhvaća i odljev kapitala koji može biti rezultat normalnih poslovnih aktivnosti domaćih gospodarskih subjekata (npr. međunarodna diversifikacija portfelja). Stoga, ako se neka transakcija prema rezidualnoj metodi pribraja bijegu kapitala, to nužno ne znači da je novac prebačen u inozemstvo stečen na nelegalan način. Neki se autori, međutim, koriste pojmom „nelegalni“ financijski tijek (v. npr. Kar i Cartwright, 2008) da bi opisali bijeg kapitala prema rezidualnoj metodi, pretpostavljajući da je najveći dio tih tokova (barem) transferiran u inozemstvo na nelegalan način (tj. da je obavljanjem transakcije prekršena regulativa o eventualnim ograničenjima kretanja kapitala). U ovom se radu primjenjuju dvije verzije rezidualnog pristupa radi dodatnih spoznaja u vezi s bijegom kapitala. Prva je opisana u jednadžbi (1):

$$CF1 = \Delta ED + CAB + NFDI + NES + \Delta RES \quad (1)$$

Pritom CF1 označava prvu mjeru bijega kapitala (*capital flight*), koja je jednaka zbroju promjene inozemnog duga ( $\Delta ED$  – *external debt*), bilance tekućeg računa (CAB – *current account balance*), neto izravnih stranih ulaganja (NFDI – *net foreign direct investment*), neto portfeljnih vlasničkih ulaganja (NES – *net portfolio investment in equity securities*) i promjene međunarodnih pričuva ( $\Delta RES$ ). Pozitivne vrijednosti  $\Delta ED$ , CAB, NFDI, NES i  $\Delta RES$  (povećanje inozemnog duga, višak na tekućem računu, veći priljev od odljeva izravnih stranih ulaganja i portfeljnih vlasničkih ulaganja te smanjenje međunarodnih pričuva) čine priljeve, tj. izvore kapitala. Negativni predznaci označavaju korištenje kapitala. Na primjer, povećanje međunarodnih pričuva u gornjoj se jednadžbi pojavljuje s negativnim predznakom  $\Delta RES$  jer predočuje korištenje kapitala radi akumuliranja pričuva te stoga smanjuje rezidualni iznos, tj. bijeg kapitala.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Detaljni pregledi različitih definicija i metoda procjene bijega kapitala te problema i nedostataka pojedinih pristupa mogu se naći npr. u Chang i sur. (1997), Hermes i sur. (2002) ili Beja (2005).

<sup>3</sup> Treba spomenuti da je gornja jednadžba zapravo prilagođeni osnovni rezidualni pristup. Uz ostale izvore kapitala u obzir su uzeta i neto portfeljna vlasnička ulaganja. Kao što navode Claessens i Naudé (1993), portfeljna vlasnička ulaganja također treba uključiti u osnovnu formulaciju rezidualnog pristupa (zasebno ili unutar stavke neto izravnih stranih ulaganja) iako to tada nije bilo uobičajeno u velikom dijelu literature. Takvi tokovi slični su izravnim stranim ulaganjima osim što se njima ne uspostavlja značajan vlasnički udio.

Promjena inozemnog duga obično se izračunava usporedbom stanja inozemnog duga na početku i kraju nekog razdoblja. Druga mogućnost bilo bi korištenje podataka iz kapitalnoga i financijskog računa bilance plaćanja koji bi u teoriji trebali dovesti do jednake promjene stanja inozemnog duga. Međutim, često se navodi da su tokovi kapitala u bilanci plaćanja (osim onih o izravnim stranim ulaganjima) uglavnom podcijenjeni u oba smjera (Chang i sur., 1997; Hermes i sur., 2002), tako da se obično koriste podaci o stanju inozemnog duga.

Postoje dva važna nedostatka tog pristupa. Prvi je da na rezultate utječu promjene valutnih tečajeva onih valuta u kojima je denominiran inozemni dug. Da bi se ublažio taj problem, korištenjem podataka o valutnoj strukturi inozemnog duga procijenjen je utjecaj promjena valutnih tečajeva te je oduzet od ukupne promjene inozemnog duga da bi se dobila bolja procjena tog segmenta neto priljeva kapitala. Također, radi provjere mogućih razlika u rezultatima, u jednome od izračuna koji slijede rabe se podaci o tokovima duga umjesto podataka o promjenama stanja inozemnog duga (kao npr. u Eggerstedt i sur., 1995). Drugi je problem to da rezultati ne kazuju je li u slučaju procijenjenog bijega kapitala kapital zaista napustio zemlju ili se akumulira unutar zemlje u neevidentiranim transakcijama. Drugim riječima, ako se pokaže da je došlo do bijega kapitala, moguće je da zapravo opažamo rast neslužbenoga gospodarstva, tj. povećanje iznosa neevidentirane strane gotovine, koja se može koristiti kao sredstvo pohrane vrijednosti i/ili za neslužbene transakcije. Nije posve jasno je li ta vrsta bijega kapitala posve izgubljena u smislu financiranja razvojnih ciljeva zemlje, te umanjuje li ona domaće blagostanje, i koliko, ali neslužbene su gospodarske aktivnosti svakako povezane s gubitkom proračunskih prihoda. Usprkos tim problemima, različite verzije rezidualne metode često se koriste te su prihvaćene kao koristan indikator aproksimativnih iznosa bijega kapitala.

Osim prve mjere bijega kapitala opisane jednadžbom (1), u ovom se radu koristi i druga mjera, označena s CF2 i definirana jednadžbom:

$$CF2 = CF1 + NEO \quad (2)$$

NEO označava stavku neto grešaka i propusta (*net errors and omissions*) iz bilance plaćanja. Druga mjera bijega kapitala implicitno pretpostavlja da ta stavka zaista označava greške i propuste povezane s prikupljanjem podataka i da se iza nje „ne krije“ bijeg kapitala. Ta se pretpostavka ne primjenjuje često (naprotiv), ali može biti važna za interpretaciju podataka za Hrvatsku, što će biti objašnjeno u nastavku. Valja napomenuti da negativna vrijednost stavke neto grešaka i propusta predstavlja korištenje kapitala u tom kontekstu. Na primjer, ako je u nekom razdoblju zabilježen višak na kapitalnome i financijskom računu bilance plaćanja, uz manjak na tekućem računu, čija je apsolutna vrijednost manja od odgovarajućeg viška kapitalnoga i financijskog računa, tada će stavka neto grešaka i propusta biti negativna i implicirati da je „dodatni“ kapital

iskorišten za neku neidentificiranu svrhu (tj. u kontekstu rezidualnog pristupa to je neevidentirani odljev kapitala, ako ta mogućnost nije eksplicitno isključena kao u definiciji CF2).

## 2.2. Podaci o inozemnom dugu

Primarni izvor podataka o inozemnom dugu jest Hrvatska narodna banka (HNB). Relevantni podaci (u milijunima eura) prikazani su u tablici 1. Ukupni se dug stalno povećavao: između 1999. i 2007. godine utrostručen je, a na kraju razdoblja iznosio je gotovo 33 milijarde eura. Najveća ukupna promjena stanja duga zabilježena je 2003. godine (4.740,66 milijuna eura), 2007. (3.655,34 milijuna eura) i 2006. (3.526,19 milijuna eura). Međutim, porast inozemnog duga za neki iznos ne znači nužno da se dogodio priljev kapitala u jednakom iznosu, ako je dug denominiran u različitim valutama i ako je došlo do promjene valutnih tečajeva tijekom nekog razdoblja (kao u primjeru Hrvatske). Budući da je najveći dio inozemnog duga Hrvatske denominiran u eurima, izračun utjecaja promjena valutnih tečajeva i bijega kapitala u eurima vjerojatno je manje izložen potencijalnim greškama.<sup>4</sup>

Tablica 1. Podaci HNB-a o hrvatskome inozemnom dugu (u mil. eura)

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Ukupno stanje duga	10.174,53	12.263,59	13.609,26	15.143,10	19.883,77	22.933,00	25.747,71	29.273,89	32.929,23
Ukupna promjena stanja duga	—	2.089,06	1.345,67	1.533,84	4.740,66	3.049,24	2.814,71	3.526,19	3.655,34
Utjecaj promjene valutnih tečajeva	—	289,46	217,98	-479,30	-509,09	-221,83	359,14	-336,12	-306,77
Neto promjena stanja duga	—	1.799,60	1.127,69	2.013,14	5.249,75	3.271,06	2.455,56	3.862,31	3.962,10

Izvor: vlastiti izračun na temelju podataka HNB-a

Za procjenu utjecaja promjena valutnih tečajeva korišteni su tromjesečni podaci HNB-a o valutnoj strukturi ukupnoga inozemnog duga. Korištenjem podataka više frekvencije moguće je uzeti u obzir i kratkoročni dug.<sup>5</sup> Taj je utjecaj potrebno oduzeti od ukupne promjene stanja duga da bismo izračunali neto promjenu stanja duga, tj. relevantnu procjenu priljeva kapitala. Najveća neto promjena stanja duga zabilježena je 2003. godine (5.249,75 milijuna eura), 2007. (3.962,10 milijuna) i 2006. godine (3.862,31 milijuna).

<sup>4</sup> Ovdje valja napomenuti da HNB objavljuje podatke o inozemnom dugu i bilanci plaćanja i u eurima i u američkim dolarima. Za provjeru pouzdanosti rezultata u kasnijem odlomku, iznosi bijega kapitala izračunani s podacima HNB-a u eurima bit će iskazani u postotku BDP-a i uspoređeni s procjenama bijega kapitala izračunanim s podacima HNB-a u dolarima, te potom također izraženima u postotku BDP-a.

<sup>5</sup> Metoda procjene tog utjecaja jest (više detalja vidjeti u Boyce i Ndikumana, 2001): ako je ukupni dug u svim razdobljima iskazan u eurima, ali je dio duga denominiran u nekoj drugoj valuti (npr. u američkim dolarima), iznos duga denominiranoga u dolarima na kraju razdoblja  $t$  pretvoren je u euro prema tečaju na kraju razdoblja  $t$  i prema tečaju na kraju razdoblja  $t+1$ . Nakon toga, eurski se iznos duga denominiranoga u dolarima prema tečaju na kraju razdoblja  $t$  oduzima od eurskog iznosa duga prema tečaju na kraju razdoblja  $t+1$ . Razlika predstavlja utjecaj promjena valutnih tečajeva. Taj je utjecaj izračunan za inozemni dug denominiran u američkim dolarima, švicarskim francima i hrvatskim kunama. Prosječni udio duga denominiranoga u tim valutama, zajedno s udjelom duga denominiranoga u eurima, iznosio je 95,16% ukupnoga inozemnog duga tijekom cijeloga promatranog razdoblja, s minimalnim i maksimalnim udjelima od 91,22% i 99,34%.

Uz podatke HNB-a, u alternativnim izračunima bijega kapitala primjenjuju se i podaci iz baze podataka Global Development Finance (GDF) Svjetske banke (ti su podaci uvijek izraženi u američkim dolarima). Rezultati procjena bijega kapitala s podacima Svjetske banke o inozemnom dugu u kasnijem će odlomku biti izraženi postotkom BDP-a i uspoređeni s odgovarajućim rezultatima dobivenima na temelju podataka HNB-a.

Razlozi za dodatne procjene s podacima Svjetske banke jesu: prvo, za razliku od podataka HNB-a, GDF baza podataka sadržava informacije o drugim faktorima koji mogu prouzročiti promjenu stanja inozemnog duga a da se ne dogode stvarni tokovi kapitala (npr. kapitalizirane kamate, oprost ili smanjenje duga, alokacija starog duga, itd.). Drugo, Svjetska banka dopunjuje podatke koje dobiva od pojedinih zemalja informacijama s tržišta i vlastitim procjenama, što usporedbu čini posebno zanimljivom. I treće, GDF baza podataka sadržava informacije o neto tokovima duga koji se koriste u dodatnim kalkulacijama bijega kapitala umjesto neto promjene stanja duga, i to radi daljnje provjere pouzdanosti rezultata.

*Tablica 2. Podaci Svjetske banke o hrvatskome inozemnom dugu (u mil. dolara)*

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Ukupno stanje duga	11.410,74	12.438,49	12.663,20	16.688,46	25.782,81	32.968,39	30.640,84	38.355,30	48.583,56
Ukupna promjena stanja duga	–	1.027,75	224,71	4.025,27	9.094,34	7.185,58	-2.327,55	7.714,46	10.228,27
Utjecaj promjene valutnih tečajeva	–	-206,10	-213,62	662,25	979,35	526,66	-1.187,56	769,78	954,34
Kapitalizirane kamate	–	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Neto promjene dospjelih kamata	–	-3,91	16,92	5,40	31,58	-18,54	-2,75	25,07	21,16
Oprost ili smanjenje duga	–	0,00	0,00	-1,23	-2,28	0,00	0,00	0,00	0,00
Neto tokovi duga, ukupno	–	1.164,07	453,72	1.937,80	7.139,23	5.222,17	2.202,60	5.271,82	4.879,49
Rezidualna stavka za izjednačavanje tijeka i stanja duga	–	73,68	-32,31	1.421,05	946,47	1.455,30	-3.339,84	1.647,80	4.373,29
Neto promjena stanja duga	–	1.237,75	421,41	3.358,85	8.085,70	6.677,47	-1.137,24	6.919,61	9.252,78

*Izvor: Svjetska banka, GDF baza podataka*

Prema podacima Svjetske banke o inozemnom dugu prikazanim u tablici 2, ukupni dug povećan je s 11.410,74 milijuna dolara u 1999. godini, na 48.583,56 milijuna u 2007. Ukupne godišnje promjene stanja duga kretale su se u rasponu od -2.327,55 milijuna dolara (smanjenje) u 2005. godini, do povećanja od 10.228,27 milijuna 2007. godine.

Stavka promjene valutnih tečajeva iz GDF baze podataka odnosi se samo na dugoročni inozemni dug, s rokom dospelja duljim od godine dana. To implicira da su iznosi neto promjena stanja

duga procijenjeni s potencijalno većim greškama nego pri procjeni s podacima HNB-a.<sup>6</sup> Osim utjecaja promjena valutnih tečajeva, i neke druge stavke prikazane u tablici 2. (kapitalizirane kamate, neto promjena u dospjelim kamatama i oprost ili smanjenje duga) moraju biti oduzete od ukupne promjene stanja duga.<sup>7</sup> Rezultirajuća neto promjena stanja duga prikazana je u zadnjem retku tablice 2. Najviše vrijednosti zabilježene su u 2003. (8.085,70 milijuna dolara) i 2007. godini (9.252,78 milijuna).

U GDF bazi podataka prikazana je još jedna zanimljiva stavka: rezidualna stavka za izjednačavanje tijeka i stanja duga. Ona predočuje promjenu stanja duga koja se ne može objasniti neto tokovima duga, neto promjenama u dospjelim kamatama, kapitaliziranim kamatama, oprostom ili smanjenjem duga ni utjecajem promjene valutnih tečajeva. Iznos te rezidualne stavke bio je 2007. godine vrlo visok, a negativnu i visoku apsolutnu vrijednost imao je 2005. godine, što upućuje na moguće anomalije, tj. na velike nepreciznosti u podacima za te godine.

### **2.3. Podaci iz bilance plaćanja**

Sljedeće informacije potrebne za procjenu bijega kapitala jesu podaci iz bilance plaćanja: bilanca tekućeg računa, neto izravna strana ulaganja, neto portfeljna vlasnička ulaganja, međunarodne pričuve i (za izračun druge mjere bijega kapitala – CF2) neto greške i propusti. Izvor podataka je HNB, a prikazani su u tablici 3. (u milijunima eura).

Podaci pokazuju da tijekom cijeloga promatranog razdoblja relevantne varijable nisu mijenjale predznak, osim neto portfeljnih vlasničkih ulaganja koja su imala manje kvantitativno značenje u većini promatranih godina. Uz neto promjenu stanja duga, neto izravna strana ulaganja bila su najvažniji izvor kapitala. Treba naglasiti da ta varijabla obuhvaća samo vlasnički kapital i zadržanu dobit. Dužnička izravna ulaganja (dužnički odnosi između vlasnički povezanih rezidentnih i nerezidentnih poduzeća) već su uključena u stavku inozemnog duga. Priljevi izravnih stranih ulaganja bili su najveći u 2007. godini (2.442,61 milijun eura), 2006. (2.249,04 milijuna eura) i 2003. godini (1.247,90 milijuna eura). Priljevi su korišteni za financiranje deficita tekućeg računa i povećanje međunarodnih pričuva. Deficit tekućeg računa bio je posebno velik tijekom posljednje dvije godine promatranog razdoblja (2007. bio je najveći i iznosio je -3.236,67 milijuna eura). Najveća povećanja međunarodnih pričuva zabilježena su u 2001. (-1.548,98 milijuna eura) i 2006. godini (-1.412,23 milijuna eura).

Stavka neto grešaka i propusta u svim je godinama bila negativna, a najveća (u apsolutnom iznosu) zabilježena je 2004. i 2005. godine, kada je prelazila milijardu eura. Tu je stavku potrebno

---

<sup>6</sup> Zaista, procijenjeni utjecaji promjene valutnih tečajeva za podatke HNB-a o inozemnom dugu u američkim dolarima (nije prikazano) različiti su i veći u apsolutnim iznosima nego isti ti utjecaji u GDF bazi podataka.

<sup>7</sup> Kao što je vidljivo iz tablice 2, ti su drugi faktori bili relativno maleni tako da njihovo ispuštanje iz izračuna s podacima HNB-a ne rezultira većim greškama.



oddatno objasniti. U teoriji bi zbroj bilance tekućeg računa i bilance kapitalnoga i financijskog računa trebao biti jednak nuli.

Tablica 3. Podaci iz hrvatske bilance plaćanja (u mil. eura)

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Bilanca tekućeg računa	-568,14	-820,78	-2.098,65	-1.888,83	-1.433,69	-1.975,62	-2.715,18	-3.236,67
Izravna strana ulaganja	791,32	955,07	278,30	1.247,90	351,82	1.242,55	2.249,04	2.442,61
Portfeljna vlasnička ulaganja	-0,26	15,44	-36,00	-44,83	102,41	-103,84	5,22	-527,74
Međunarodne pričuve	-677,27	-1.548,98	-741,87	-1.235,47	-43,03	-821,81	-1.412,23	-721,62
Neto greške i propusti	-838,34	-184,36	-439,31	-828,11	-1.126,67	-1.037,88	-955,20	-902,83

Izvor: HNB

Međutim, pri prikupljanju podataka za bilancu plaćanja postoje operativni problemi i nesavršenosti koji dovode do znatnih odstupanja od toga teoretskog pravila.<sup>8</sup> Neto greške i propusti rezidualna su stavka koja izjednačava zbroj bilance tekućeg računa i bilance kapitalnoga i financijskog računa s nulom. U Hrvatskoj je tijekom promatranog razdoblja bilježen manjak na tekućem računu i višak na kapitalnome i financijskom računu, koji je prelazio manjak tekućeg računa (u apsolutnom iznosu), tako da je stavka neto grešaka i propusta uvijek bila negativna (na godišnjoj razini). Međutim, takva situacija implicira viši (evidentirani) neto priljev kapitala u bilanci plaćanja nego što je potrebno za financiranje manjka na tekućem računu. U takvim slučajevima literatura koja se bavi bijegom kapitala smatra stavku neto grešaka i propusta neevidentiranim odljevom kapitala (precijenjena bilanca kapitalnoga i financijskog računa ili, preciznije, podcijenjeni odljev kapitala). Drugo objašnjenje jest da je deficit tekućeg računa veći nego što je evidentirano (precijenjena bilanca tekućeg računa), zbog neevidentiranog uvoza roba i usluga i/ili precijenjenog izvoza, i/ili precijenjenih bilanci transfera i računa dohotka. Naravno, oba objašnjenja mogu istodobno biti ispravna.<sup>9</sup>

### 3. Procijenjeni iznosi bijega kapitala

U ovom se odlomku prikazuju rezultati izračuna bijega kapitala primjenom različitih pristupa. Najprije se prikazuje i raspravlja o procjeni CF1 i CF2, izračunanih korištenjem podataka HNB-a u eurima (označene s CF1 [CNB, EUR] i CF2 [CNB, EUR]). Ti su rezultati potom iskazani kao postotak BDP-a i uspoređeni s drugim procjenama bijega kapitala: onim dobivenim na temelju podataka HNB-a u dolarima (označenima s CF1 [CNB, USD] i CF2 [CNB, USD]), i procjenama izračunanim uz pomoć podataka Svjetske banke o inozemnom dugu, također u američkim dolarima (označenima

<sup>8</sup> Vjerojatno najočiti dokaz nepreciznosti podataka u bilanci plaćanja jest činjenica da svijet kao cjelina bilježi manjak na tekućem računu iako je zatvorena ekonomija, pa bi trebao imati uravnoteženi tekući račun. Stoga je Međunarodni monetarni fond (MMF) pokrenuo studiju kojoj je cilj bio utvrditi faktore što dovode do tih očitih diskrepancija (IMF, 1987). Rezultati su pokazali da su jedan od najvažnijih uzroka povećani iznosi prekogranične aktive čiji je dohodak podcijenjen.

<sup>9</sup> Budući da Hrvatska ima negativno neto stanje međunarodnih ulaganja, precijenjena bilanca tekućeg računa može biti rezultat podcijenjenog dohotka od inozemnih ulaganja. Takvo (vjerojatno djelomično) objašnjenje bilo bi u skladu s rezultatima studije MMF-a (IMF, 1987) (vidi prethodnu bilješku).

s  $CF1$  [WB, USD] i  $CF2$  [WB, USD]). Radi daljnjih usporedbi, obje su mjere bijega kapitala izračunane i uz korištenje podataka Svjetske banke o neto tokovima duga, umjesto podataka o neto promjenama stanja duga. Te su procjene označene s  $CF1_f$  [WB, USD] i  $CF2_f$  [WB, USD].

U tablici 4. prikazani su procijenjeni iznosi odljeva kapitala u razdoblju između 2000. i 2007. godine, u milijunima eura. Prema prvoj mjeri bijega kapitala, najveći iznosi zabilježeni su u 2003. (3.328,52 milijuna eura) i 2004. godini (2.248,57 milijuna eura). Iznosi bijega kapitala tijekom posljednje dvije godine promatranog razdoblja također su bili prilično visoki i dosegali su gotovo 2 milijarde eura. No tijekom 2001. i 2002. godine procijenjeni su priljevi kapitala u iznosima od -271,57 i -585,08 milijuna eura.

Tablica 4. Procjene bijega kapitala iz Hrvatske (u mil. eura)

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
CF1 [CNB, EUR]	1.345,24	-271,57	-585,08	3.328,52	2.248,57	796,83	1.989,16	1.918,69
CF2 [CNB, EUR]	506,90	-455,93	-1.024,39	2.500,41	1.121,90	-241,05	1.033,96	1.015,86
NEO	-838,34	-184,36	-439,31	-828,11	-1.126,67	-1.037,88	-955,20	-902,83

Izvor: vlastiti izračun na temelju podataka HNB-a

Kao što je već spomenuto, razlika između dviju mjera bijega kapitala jest da druga mjera ne uključuje stavku neto grešaka i propusta (NEO – *net errors and omissions*) iz bilance plaćanja. Budući da je ta stavka u Hrvatskoj tijekom cijelog razdoblja bila negativna, što upućuje na neevidentirane odljeve kapitala „prikrivene“ iza te stavke, CF2 je uvijek manji od CF1. Prema mjeri CF2, najviši iznosi odljeva kapitala procijenjeni su u 2003. godini, kada su iznosili malo više od 2,5 milijardi eura. Slično kao i za CF1, relativno visoki iznosi zabilježeni su i u 2004, 2006. i 2007. godini. Procjene CF2 u 2001, 2002. i 2005. godini negativne su. Ipak, kumulativni su iznosi bijega kapitala tijekom promatranog razdoblja za obje mjere pozitivni: prema CF1, akumulacija inozemne aktive hrvatskih rezidenata između 2000. i 2007. godine iznosila je 10,77 milijardi eura, prema CF2, 4,46 milijardi eura. Riječ je o vrlo visokim iznosima, što potvrđuje važnost ove teme za Hrvatsku.

Prije interpretacije rezultata u sljedećem odlomku, navedene procjene odljeva kapitala izražene su kao udio u BDP-u i uspoređene s odgovarajućim procjenama dobivenim korištenjem drugih izvora podataka. Prema usporedbi u tablici 5, nema velikih razlika između procjena izračunanih uz pomoć podataka HNB-a u eurima i dolarima: za CF1 neke su veće razlike vidljive samo za 2002. i 2005. godinu. Za CF2 razlike između procjena s HNB-ovim podacima u eurima i dolarima slične su onima za CF1, osim za 2001. godinu, u kojoj je razlika veća. Ipak, može se zaključiti da utjecaj promjene valutnih tečajeva ne utječe značajnije na rezultate i da je metoda njihove procjene relativno učinkovita. U suprotnome bi se rezultati procjena korištenjem podataka HNB-a u eurima i dolarima bitnije razlikovali.

Procjene izračunane iz podataka Svjetske banke o inozemnom dugu značajnije odstupaju od izračuna s podacima HNB-a, posebno one procjene bijega kapitala u kojima su korišteni podaci Svjetske banke pri kojima je promjena stanja inozemnog duga korištena kao aproksimacija jednog segmenta priljeva kapitala. Razlog je vjerojatno činjenica da Svjetska banka procjenjuje utjecaj promjena valutnih tečajeva samo za dio ukupnog inozemnog duga (v. odlomak 2.2).<sup>10</sup> Ipak, izračuni s podacima Svjetske banke o neto tokovima duga (označenima s  $CF1_f$  [WB, USD] i  $CF2_f$  [WB, USD]), umjesto promjene stanja inozemnog duga, ne odstupaju toliko od procjena izračunanih na temelju podataka HNB-a za većinu promatranih godina.

Tablica 5. Usporedba različitih procjena bijega kapitala (u % BDP-a)

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
CF1 [CNB, EUR]	5,81	-1,06	-2,08	11,09	6,86	2,23	5,09	4,48
CF1 [CNB, USD]	5,74	-1,27	-0,62	11,23	6,58	1,55	5,48	4,56
CF1 [WB, USD]	3,88	-3,53	3,42	15,97	12,11	-7,70	9,17	10,27
CF1 <sub>f</sub> [WB, USD]	3,54	-3,39	-1,46	13,42	8,77	0,17	5,96	3,33
CF2 [CNB, EUR]	2,19	-1,79	-3,64	8,33	3,42	-0,67	2,64	2,37
CF2 [CNB, USD]	2,03	-3,33	-2,60	8,75	3,77	-1,27	3,08	2,69
CF2 [WB, USD]	0,17	-5,60	1,44	13,49	9,30	-10,52	6,77	8,41
CF2 <sub>f</sub> [WB, USD]	-0,17	-5,46	-3,44	10,94	5,96	-2,64	3,56	1,47

Izvor: vlastiti izračun na temelju podataka Svjetske banke i HNB-a

Kao što je vidljivo iz tablice, procjene CF1, za sve izvore podataka pokazuju najveće vrijednosti odljeva kapitala u 2003. godini (u rasponu od 11,09 do 15,97% BDP-a). Također, osim u 2001. i (uglavnom) 2002. godini svi rezultati za sve ostale godine upućuju na neto akumulaciju inozemne imovine, uz jednu iznimku u 2005. godini. Rezultati za CF2 uvijek su niži nego za CF1, ali su ipak uglavnom pozitivni. Ponovno su najveće vrijednosti procijenjene za 2003. godinu (u rasponu od 8,33 do 13,49% BDP-a). Slično kao i za CF1, izračuni za 2001. i 2002. godinu gotovo su uvijek negativni. Za razliku od prve mjere bijega kapitala, rezultati za CF2 upućuju na neto priljev kapitala u 2005. godini za rezultate s podacima iz svih izvora. U sljedećem poglavlju pokušava se interpretirati navedene rezultate.

#### 4. Diskusija rezultata

Vrlo je teško prepoznati motive bijega kapitala. U relevantnoj literaturi obično se spominju ovi motivi: međunarodna diversifikacija portfelja (koja je normalna poslovna aktivnost gospodarskih subjekata) u uvjetima kada postoje ograničenja kretanje kapitala, strah od nekih političkih i/ili makroekonomskih rizika (npr. od rizika povećanja poreza, snažne deprecijacije domaće valute,

<sup>10</sup> Iznos za 2005. izračunan uz pomoć podataka Svjetske banke o inozemnom dugu zaslužuje poseban osvrt: on je uvelike rezultat negativne neto promjene stanja duga prema podacima iz tablice 2. Druge varijable u izračunu ne pokazuju takve neuobičajene vrijednosti kada se usporede s drugim godinama. Negativna neto promjena stanja duga ne može se pripisati neto tokovima duga niti drugim faktorima koji potencijalno mogu utjecati na neto promjenu stanja duga, te ona ostaje neobjašnjena. Stoga je i rezidualna stavka u tablici 2. za 2005. godinu tako malena (-3.339,84 milijuna dolara).

stvarne ili očekivane visoke inflacije, očekivanog uvođenja strožih ograničenja za kretanje kapitala itd.) te želja za tajnošću posjeda kapitala (npr. zbog rizika oduzimanja kapitala i/ili gubitka društvenog statusa ako je vlasništvo posljedica nelegalnih djelatnosti ili onih koje se smatraju nemoralnima).<sup>11</sup> Bez obzira na motiv, rezultati prethodnog odlomka impliciraju da (neki) hrvatski rezidenti možda imaju veliku inozemnu imovinu koja nije evidentirana u službenoj hrvatskoj statistici o neto stanju međunarodnih ulaganja (IIP – *International investment position*). Međutim, taj dio bijega kapitala za koji se pretpostavlja da se krije iza stavke neto grešaka i propusta može biti rezultat nepreciznosti u prikupljanju i procjeni podataka iz tekućeg računa bilance plaćanja, kao što je navedeno u odlomku 2.3. Sljedeći se odlomak detaljnije bavi interpretacijom te stavke.

#### **4.1. Neto greške i propusti**

Tijekom promatranog razdoblja bilježena je trajno negativna i iznosom značajna stavka neto grešaka i propusta. Veličina te stavke inače nije nužno indikator relativne točnosti podataka bilance plaćanja jer predočuje neto iznos pa se greške i propusti mogu poništavati. Međutim, razlog za brigu postoji ako je stavka neto grešaka i propusta trajno velika i jednakog predznaka, što je slučaj u Hrvatskoj (IMF, 1993:6-7). Iako je vrlo teško uvjerljivo interpretirati tu jednu stavku, na koju može utjecati veoma mnogo faktora, postoje razlozi koji upućuju na to da ona u Hrvatskoj možda (djelomično) predstavlja neevidentiranu akumulaciju stranoga gotovog novca i/ili (djelomično) nastaje kao rezultat precijenjenog prihoda od turizma na tekućem računu.

Promjene količine strane gotovine u posjedu rezidenata neke zemlje obično se prikazuju u stavci financijskog računa „Gotovina i depoziti ostalih sektora“. Zbog teškoća u prikupljanju podataka, ta je stavka određeno vrijeme nakon 1999. godine bila izostavljena iz hrvatske bilance plaćanja. Postojale su snažne indicije da je to uvelike utjecalo na stavku neto grešaka i propusta (HNB, 2003): krajem 2001. godine započela je konverzija nacionalnih valuta zemalja članica Europske monetarne unije (EMU) u euro – proces koji je nastavljen u prvoj polovici 2002. godine i koji je već u 2001. uzrokovao veliki porast deviznih depozita građana. Taj je događaj bio prilika da HNB procijeni iznose strane gotovine u Hrvatskoj (HNB, 2003:39-40): tijekom 2001. godine konverzija u euro rezultirala je neto priljevom strane gotovine u poslovne banke u iznosu od 2,1 milijarde eura, tj. 2,3 milijarde eura vrijedne gotovine zemalja članica EMU. Najveći dio tog priljeva završio je u bankama u obliku deviznih depozita građana. Iako ti depoziti početkom 2002. godine nisu rasli, zabilježeni su veliki bruto tokovi gotova novca – daljnji priljev gotovine u valutama zemalja članica EMU (uglavnom njemačke marke) i odljevi eurske gotovine. Zbog svih tih kretanja ukupni je iznos strane gotovine u njemačkim markama prije konverzije procijenjen na malo više od 3

---

<sup>11</sup> Za detaljnu diskusiju o motivima bijega kapitala vidjeti npr. Beja (2005), Cumby i Levich (1987), Dooley (1988), Eggerstedt i sur. (1995), Vukšić (2001) ili Walter (1987).

milijarde eura. Dio te gotovine početkom 2002. godine zamijenjen je gotovinom u eurima. Prema procjeni HNB-a (2003) za prvu polovicu 2002, uključivanje stavke „Gotovina i depoziti ostalih sektora“ u financijski račun bilance plaćanja objasnilo bi 80% iznosa stavke neto grešaka i propusta u tom razdoblju (prema tada korištenoj metodologiji). Iako prva polovica 2002. godine nije reprezentativna zbog specifičnih okolnosti konverzije i zato što je riječ o nedovoljno dugom razdoblju, ta procjena ipak pokazuje da stavka neto grešaka i propusta ne bi bila toliko visoka po apsolutnoj vrijednosti da su promjene strane gotovine bile obuhvaćene s dovoljnom preciznošću i prikazane kao posebna stavka u financijskom računu.

Međutim, u revidiranim podacima bilance plaćanja koji su korišteni u ovom radu (iz svibnja 2009) stavka „Gotovina i depoziti ostalih sektora“ prikazana je u bilanci plaćanja za cijelo promatrano razdoblje, ali uglavnom s relativno malim iznosima tijekom većeg dijela razdoblja.<sup>12</sup> Stoga je apsolutna vrijednost stavke neto grešaka i propusta još uvijek velika usprkos prethodnim naznakama da je velik dio iznosa te stavke posljedica neregistrirane akumulacije stranoga gotovog novca. Moguće je objašnjenje da problem prepoznat u HNB-u (2003) – neprecizan obuhvat podataka o količini strane gotovine – nije riješen. Radi daljnjih uvida u taj problem, tablica 6. prikazuje tromjesečne podatke za stavku neto grešaka i propusta.

*Tablica 6. Neto greške i propusti 2000-2007. (u mil. eura)*

	<b>Tromjesečje I.</b>	<b>Tromjesečje II.</b>	<b>Tromjesečje III.</b>	<b>Tromjesečje IV.</b>	<b>Ukupno</b>
2000.	-132,51	567,14	-1.021,36	-251,60	-838,34
2001.	437,32	75,78	-907,01	209,54	-184,36
2002.	132,34	12,52	-931,00	346,84	-439,31
2003.	145,22	-110,77	-1.698,72	836,16	-828,11
2004.	421,22	-249,68	-1.803,55	505,35	-1.126,67
2005.	336,96	-64,36	-1.718,73	408,25	-1.037,88
2006.	426,02	-141,18	-2.009,23	769,19	-955,20
2007.	663,86	-50,45	-2.203,75	687,50	-902,83
Ukupno	2.430,43	39,00	-12.293,36	3.511,23	-6.312,70
Prosjek	303,80	4,88	-1.536,67	438,90	-789,09

Izvor: HNB

Kao što je vidljivo iz tablice 6, podaci za različita tromjesečja međusobno se dosta razlikuju, uz značajne sezonske regularnosti tijekom promatranog razdoblja. To ne iznenađuje jer je poznato da ukupna makroekonomska kretanja u Hrvatskoj, a time i podaci bilance plaćanja, imaju jaku sezonalnu komponentu. U tom je smislu izrazito zanimljiv utjecaj turističke sezone, koji se najviše odražava u podacima za treća tromjesečja. U tim je tromjesečjima stavka neto grešaka i propusta uvijek negativna, s vrlo visokim apsolutnim iznosom. Najviše apsolutne vrijednosti te stavke zabilježene su u trećim tromjesečjima 2006. i 2007. godine, kada su prelazili 2 milijarde eura. Za razliku od trećih kvartala, visoki pozitivni prosječni iznosi neto grešaka i propusta zabilježeni su u

<sup>12</sup> Podaci HNB-a revidirani su unatrag i u njima nema značajnih statističkih lomova, tj. metodološki su uglavnom konzistentni.

prvim i četvrtim tromjesečjima. Prosječna vrijednost neto grešaka i propusta u drugim je tromjesečjima bila vrlo blizu nule.

Za provjeru teze da takva sezonalnost nije uobičajena, u tablici 7. prikazani su kvartalni podaci za neto greške i propuste u nekim zemljama iz okruženja koje nemaju toliko značajan prihod od turizma. Usprkos razlikama u prosječnim iznosima te stavke u različitim zemljama (npr. pozitivne vrijednosti za Bosnu i Hercegovinu i negativne za Mađarsku u svim tromjesečjima), jasno je da nema jake sezonalnosti u kvartalnim podacima, kao u Hrvatskoj.

*Tablica 7. Prosječne tromjesečne neto greške i propusti za razdoblje 1999-2006. (u mil. dolara)*

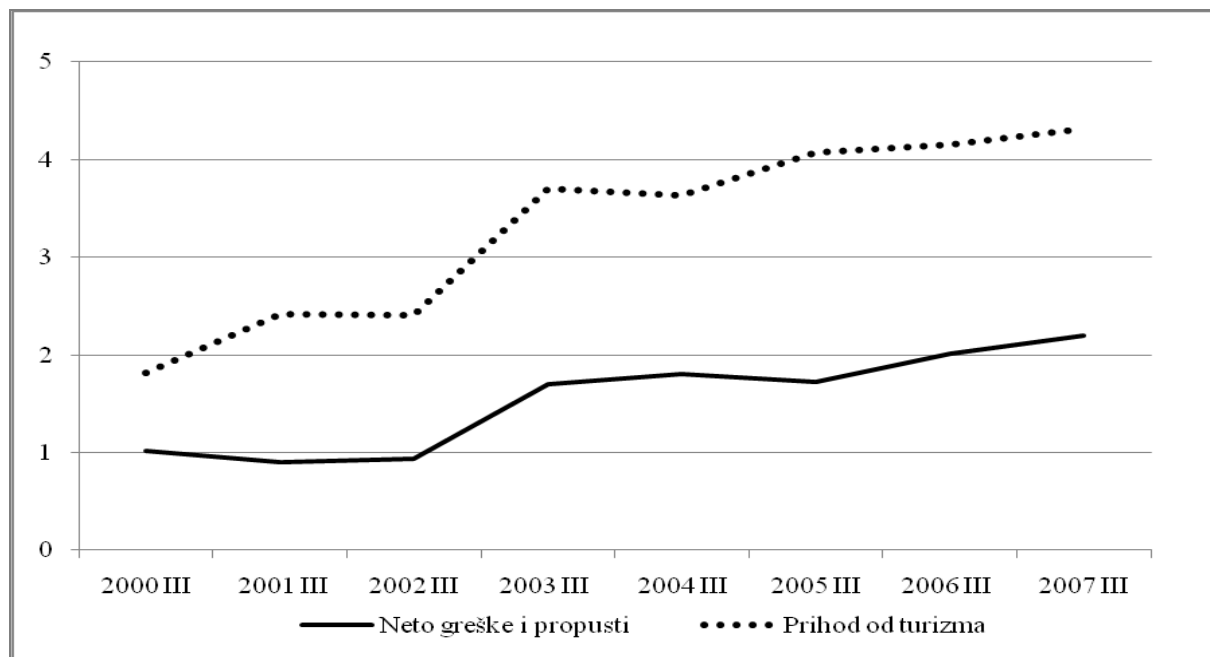
	<b>Tromjesečje I.</b>	<b>Tromjesečje II.</b>	<b>Tromjesečje III.</b>	<b>Tromjesečje IV.</b>
Bosna i Hercegovina	25,25	112,33	66,65	73,71
Mađarska	-267,53	-190,16	-386,03	-317,93
Makedonija	8,71	-1,40	6,51	7,69
Slovenija	59,74	0,30	-67,69	0,02

*Izvor: IMF (2008). Za Bosnu i Hercegovinu prosječne su vrijednosti izračunane za razdoblje između 2001. i 2006. godine jer podaci za 1999. i 2000. godinu nisu bili dostupni.*

Budući da je prihod od turizma u trećim tromjesečjima potencijalni uzrok sezonalnosti stavke neto grešaka i propusta u Hrvatskoj, podaci o njemu prikazani su na grafikonu 1, zajedno s podacima za neto greške i propuste u trećim kvartalima.<sup>13</sup> Iznosi neto grešaka i propusta prikazani su u apsolutnim vrijednostima. Prihod od turizma (u trećim tromjesečjima) snažno je rastao tijekom promatranog razdoblja, te je u posljednje tri promatrane godine dosegao iznose veće od 4 milijarde eura (u prosjeku se gotovo dvije trećine ukupnoga godišnjeg prihoda od turizma ostvari u trećim kvartalima). Iznos neto grešaka i propusta u trećim tromjesečjima u prosjeku je iznosio 46,2% kvartalnog prihoda od turizma.

<sup>13</sup> Pojam „prihod od turizma“ rabi se za stavku službene hrvatske bilance plaćanja (stavka tekućeg računa: putovanja - turizam: prihodi). Metodologija primijenjena u pripremi ovih podataka u biltenu HNB-a opisana je ovako: „Prihodi od usluga pruženih stranim putnicima i turistima, kao i rashodi koje su domaći putnici i turisti imali u inozemstvu, prikazuju se na poziciji Putovanja – turizam. U razdoblju od 1993. do 1998. ta se pozicija procjenjivala upotrebom različitih izvora podataka koji nisu osiguravali potpuni obuhvat u skladu s preporučenom metodologijom, pa je stoga Hrvatska narodna banka od druge polovine 1998. godine počela provoditi Istraživanje o potrošnji inozemnih putnika u Hrvatskoj i domaćih putnika u inozemstvu i koristiti se njegovim rezultatima pri kompilaciji stavaka na poziciji Putovanja – turizam. Od početka 1999. godine rezultati toga istraživanja, koje se zasniva na anketiranju putnika (stratificirani uzorak) na graničnim prijelazima, kombiniraju se s podacima Ministarstva unutarnjih poslova o ukupnom broju stranih i domaćih putnika te s podacima o distribuciji stranih putnika prema državama iz priopćenja o turizmu Državnog zavoda za statistiku kako bi se procijenile odgovarajuće stavke platne bilance“ (HNB, 2009b: 45).

Grafikon 1. Neto greške i propusti te prihod od turizma u trećim tromjesečjima (u mlrd. eura)



Izvor: HNB. Izraz "prihod od turizma" upotrebljava se za stavku službene hrvatske bilance plaćanja (stavka tekućeg računa: putovanja – turizam: prihodi).

Grafikon pokazuje relativno visoku korelaciju dviju varijabli (koeficijent korelacije iznosi 0,95), uz značajan izuzetak u 2001. godini, te s ponešto slabije povezanim kretanjem u 2004. i 2005. godini. Upravo ta iznimka iz 2001, kada je zabilježen pad vrijednosti neto grešaka i propusta te značajan rast prihoda od turizma, dodatni je argument za zaključke u interpretaciji neto grešaka i propusta u Hrvatskoj koja slijedi.

Negativna stavka neto grešaka i propusta, posebno u trećim kvartalima, može biti rezultat precijenjenih prihoda na tekućem računu, tj. prihoda od turizma, i/ili podcijenjenog odljeva kapitala na kapitalnome i financijskom računu (tj. neevidentiranog *korištenja* prihoda od turizma u stranoj valuti). Ako je razlog samo precijenjeni prihod od turizma, postavlja se pitanje zašto je stavka neto grešaka i propusta u drugim tromjesečjima pozitivna (posebno u prvom i zadnjem)? Koji je uzrok precijenjenosti jedne vrste prihoda u jednom tromjesečju i njezine podcijenjenosti u drugima? Čini se da eventualna precijenjenost prihoda od turizma u trećim tromjesečjima ne može (u potpunosti) objasniti *sezonska* kretanja stavke neto grešaka i propusta (iako to može biti objašnjenje za neto greške i propuste na godišnjoj razini, što će se predočiti u nastavku). Nasuprot tome, ako se problem pojavljuje zbog podcijenjenih (tj. djelomično neevidentiranih) odljeva kapitala na kapitalnome i financijskom računu u trećim kvartalima, izgledno je da je za dio tih odljeva riječ o neregistriranoj akumulaciji stranoga gotovog novca koji u Hrvatsku pristiže kao prihod od stranih turista. Argument za takvu interpretaciju jest i visoka korelacija između prihoda od turizma i apsolutnog iznosa neto grešaka i propusta u trećim kvartalima, prikazana na grafikonu 1. Štoviše, ta je korelacija djelomično poremećena spomenutim izuzetkom u 2001.

godini, kada su na iznos neto grešaka i propusta mogli utjecati značajni tokovi strane gotovine pri procesu uvođenja eura. Iako je veći dio konverzije obavljen krajem 2001. i početkom 2002. godine, vjerojatno je da se taj utjecaj osjetio i u trećim tromjesečjima.

Tada strana gotovina akumulirana u ostalim sektorima tijekom trećih kvartala (i vjerojatno neprecizno zabilježena u odgovarajućoj stavci bilance plaćanja) može postupno i djelomično pritjecati u bankarski sektor tijekom drugih razdoblja. To bi objasnilo (u prosjeku) pozitivan iznos neto grešaka i propusta u drugim kvartalima, posebno u prvomu i zadnjemu. Tijekom ta dva kvartala prihod od turizma je najniži i moguća „nova“ neevidentirana akumulacija stranoga gotovog novca tijekom tih razdoblja ne utječe znatnije na iznos neto grešaka i propusta.<sup>14</sup> Suprotno tome, prihod od turizma evidentiran u drugim kvartalu obično je nešto viši nego u prvomu i četvrtome, pa „nova“ neevidentirana akumulacija strane gotovine može uvelike poništiti utjecaj priljeva „stare“ akumulacije u sektor banaka. Stoga je i prosječni iznos neto grešaka i propusta u drugim tromjesečjima samo malo veći od nule.

Međutim, negativni iznosi neto grešaka i propusta zabilježeni na godišnjoj razini ne znače nužno da se neevidentirana akumulacija inozemne gotovine od potrošnje stranih turista u potpunosti ne prelijeva u bankarski sustav tijekom ostalog dijela godine. Godišnje neto greške i propuste posebno je teško interpretirati na uvjerljiv način. Moguće je npr. da je prihod od turizma (kroz cijelu godinu) zaista precijenjen za iznos godišnjih neto grešaka i propusta. Prema tome, i hrvatski bi BDP također bio precijenjen. U tom bi slučaju, budući da je riječ o sistematskoj pogreški, HNB trebao razmotriti mogućnost prilagodbe metodologije procjene prihoda od turizma. Ako se odbaci mogućnost sistematskog precjenjivanja prihoda od turizma, i uz pretpostavku da sav prihod od turizma tijekom godine završi u bankama, tada neto greške i propusti mogu biti neki oblik neevidentiranog odljeva kapitala, ili u inozemstvo, ili izvan službenoga gospodarstva (zapravo, neto greške i propusti mogu biti uzrokovani razlozima spomenutim u posljednjem dijelu odlomka 2.3, posebice onima u bilješkama 8. i 9, ali mogu predstavljati i neregistrirano povećanje strane gotovine od drugih, neslužbenih gospodarskih aktivnosti, uključujući i kriminalne). Ipak, s obzirom na sezonska kretanja stavke neto grešaka i propusta, na prethodno prikazanu visoku korelaciju te stavke i prihoda od turizma, te na zaključke iz HNB (2003) da na neto greške i propuste snažno utječe akumulacija strane gotovine, sumnja da su neto greške i propusti na godišnjoj razini djelomično povezani s povećanjem količine stranoga gotovog novca ostaje čvrsta.

S obzirom na činjenicu da se držanjem (strane) gotovine ne ostvaruju prinosi, postavlja se pitanje motivacije rezidenata koji drže strani gotov novac. Učestalo korištenje inozemnih sredstava (ne samo gotovine) u Hrvatskoj, ali i u drugim zemljama srednje, istočne i jugoistočne Europe, može biti motivirano različitim razlozima, od kojih je jedan od najčešćih manjak povjerenja u

---

<sup>14</sup> Treba podsjetiti da su neto greške i propusti neto stavka, tj. prema ovoj interpretaciji, bilanca neevidentiranih priljeva i odljeva kapitala koji se međusobno (djelomično) poništavaju.



nacionalnu valutu (Dvorsky i sur., 2008). Također, studija Stix (2008) za kućanstva u Hrvatskoj, Slovačkoj i Sloveniji pokazuje da je izbor između držanja strane gotovine i deviznih bankovnih depozita uvelike određen povjerenjem u bankovni sustav. Još jedan važan aspekt može biti anonimnost i tajnost držanja gotovog novca (Fischer i sur., 2004), koja u kombinaciji s manjkom povjerenja u nacionalnu valutu može dovesti do potražnje strane gotovine za transakcije u neslužbenom gospodarstvu i/ili za nelegalne svrhe (u takvim je slučajevima moguće ostvarivati i dohodak od te vrste imovine u neslužbenim djelatnostima). Općenito, želja za tajnošću vlasništva čini procjene iznosa strane gotovine vrlo teškim, a posebno kada ta imovina potječe od nelegalnih aktivnosti. Stoga i ankete kojima se pokušava utvrditi količina gotovoga stranog novca imaju ograničenu korist jer obično podcjenjuju iznose strane gotovine (v. npr. Dvorsky i sur., 2008. ili Stix, 2008). Nadalje, iako su neke informacije o količini stranoga gotovog novca u nekim zemljama dostupne iz podataka o pošiljkama gotovine, ne postoje podaci o migraciji strane gotovine povezanoj s turizmom, (prekogrančnim) radničkim doznakama ili neslužbenom gospodarskom aktivnošću (ECB, 2007).

Sezonska kretanja neto grešaka i propusta (interpretirana kao promjene količine stranoga gotovog novca) osobito mogu upućivati na motiv skrivanja (dijela) prihoda od turizma od poreznih vlasti. To bi bilo u skladu s pozitivnim kvartalnim iznosima neto grešaka i propusta u četvrtim i prvim tromjesečjima, koje se mogu interpretirati kao parcijalni neevidentirani priljevi kapitala, tj. kao postupno pritjecanje akumulirane strane gotovine u službeno gospodarstvo. Ali u tom slučaju to može dovesti i do negativnog iznosa neto grešaka i propusta na godišnjoj razini ako npr. dio neprijavljenog dohotka od turizma ne može biti „transferiran“ u službeno gospodarstvo bez znatnijeg rizika da porezne vlasti to otkriju. Također je moguće i da dio akumulirane strane gotovine od prihoda od turizma bude korišten u drugim sektorima neslužbenoga gospodarstva. Prema Državnom zavodu za statistiku (DZS-u), ukupna veličina neslužbene ekonomije u Hrvatskoj povećavala se u nominalnim iznosima, s nešto manje od 2 milijarde eura u 2000. godini, na malo više od 2,6 milijarde eura u 2005. (DZS, 2009).<sup>15</sup> Iako rasprava o pouzdanosti tih procjena neslužbenoga gospodarstva prelazi granice ovog rada, te procjene upućuju na zaključak da je transakcijska potražnja strane gotovine u neslužbenom gospodarstvu tijekom spomenutog razdoblja vjerojatno rasla, te je stoga možda dovela do povećanja količine strane gotovine u optjecaju. Konačno, radničke doznake mogu biti još jedan od kanala neevidentirane akumulacije stranoga gotovog novca, ali detaljna analiza i diskusija tog aspekta također izlazi iz fokusa ovog istraživanja.

---

<sup>15</sup> Veličina neslužbenih gospodarskih aktivnosti procijenjena je u sklopu prilagodbe metodologije izračuna BDP-a metodologiji ESA 95. DZS je revidirao procjene BDP-a unatrag, do 1995. godine. Iako su podaci o BDP-u prema novoj metodologiji (korišteni u ovom radu) dostupni i za 2006. i za 2007. godinu, dostupne publikacije s podacima o BDP-u nakon 2005. ne sadržavaju zasebnu informaciju o veličini neslužbenoga gospodarstva.

## 4.2. Važnost problema i neke usporedbe

U tablici 8. prikazani su kumulativni iznosi za obje mjere bijega kapitala i sve izvore podataka, izraženi u milijunima eura ili dolara, te u postotku ukupnoga inozemnog duga na kraju 2007. godine. Za prvu mjeru bijega kapitala kumulativni se iznosi kreću u rasponu od 28% ukupnoga inozemnog duga (za  $CF1_f$  [WB, USD]) do 41,47% (za  $CF1$  [WB, USD]). Iznosi kumulativne mjere  $CF1$ , dobiveni primjenom HNB-ovih podataka o inozemnom dugu, nešto su viši od najniže procjene: 29,24 i 32,71% ukupnoga inozemnog duga. Ta mjera bijega kapitala implicitno pretpostavlja da se neevidentirani odljevi kapitala kriju iza stavke neto grešaka i propusta. To je prilično važno jer je kumulativni iznos neto grešaka i propusta jednak 15,7% ukupnoga inozemnog duga (u izračunima u dolarima) ili 19,2% (za izračune u eurima). Rasprava u prethodnom odlomku pokazala je da negativna stavka neto grešaka i propusta djelomice može biti povezana s neevidentiranom akumulacijom strane gotovine od potrošnje stranih turista, i/ili može proizlaziti iz precijenjenosti potrošnje stranih turista u Hrvatskoj.

Tablica 8. Kumulativni iznosi raznih procjena bijega kapitala 2000 – 2007.

	U milijunima eura ili dolara	U postotku inozemnog duga na kraju 2007.		U milijunima eura ili dolara	U postotku inozemnog duga na kraju 2007.
CF1 [CNB, EUR]	10.770,36	32,71	CF2 [CNB, EUR]	4.457,67	13,54
CF1 [CNB, USD]	14.146,90	29,24	CF2 [CNB, USD]	6.548,11	13,53
CF1 [WB, USD]	20.149,24	41,47	CF2 [WB, USD]	12.550,46	25,83
CF1 <sub>f</sub> [WB, USD]	13.603,82	28,00	CF2 <sub>f</sub> [WB, USD]	6.005,04	12,36

Izvor: vlastiti izračun na temelju podataka Svjetske banke i HNB-a

Kad je riječ o kumulativnim iznosima  $CF2$ , oni se kreću između 12,36% ukupnoga inozemnog duga s kraja 2007. godine (za  $CF2_f$  [WB, USD]) i 25,83% (za  $CF2$  [WB, USD]). Kumulativni iznosi  $CF2$  izračunani na temelju HNB-ovih podataka o inozemnom dugu gotovo su identični za izračune u eurima i dolarima: 13,53 i 13,54% ukupnoga inozemnog duga. Dakle, i nakon isključivanja segmenta bijega kapitala, koji se prema pretpostavci krije iza stavke neto grešaka i propusta, postoje znatni kumulativni iznosi bijega kapitala. Uz pretpostavku da navedene procjene bijega kapitala ne proizlaze iz nepreciznosti obuhvata podataka na tekućem računu (a ta bi pretpostavka trebala vrijediti barem za  $CF2$ ) tada se, neovisno o motivima za bijeg kapitala, nameće sljedeći zaključak: (neki) hrvatski rezidenti imaju velike količine inozemnih sredstava koja dijelom nisu zabilježena u službenoj hrvatskoj statistici neto stanja međunarodnih ulaganja (IIP – *International investment position*).

Za razliku od razdoblja proučavanoga u ovome radu, kumulativni iznos bijega kapitala iz Hrvatske između 1993. i 1999. godine bio je negativan i vrlo blizu nuli, tj. iznosio je samo -79,7 milijuna

dolara (Vukšić, 2001).<sup>16</sup> Godišnji iznosi bili su, međutim, vrlo različiti, te postoje relativno uvjerljive interpretacije godišnjih kretanja. Odljevi kapitala iz Hrvatske tijekom 1993. i 1994. godine iznosili su 310,6 i 571 milijun dolara. Nakon završetka rata 1995. smjer kretanja tokova kapitala promijenio se, te su u sljedeće tri godine procijenjeni neto priljevi kapitala iznosili: -1.009,6 milijuna dolara 1995. godine, -558,4 milijuna 1996. godine i -304,3 milijuna dolara 1997. godine. Tijekom 1998. Hrvatska je proživljavala krizu bankarskog sektora, što je vjerojatno bio uzrok novog vala bijega kapitala u toj godini u iznosu od 1.295,8 milijuna dolara. Konačno, 1999. godine procijenjen je priljev kapitala u iznosu od -384,8 milijuna dolara.

Da bi ostvarili uvid u ozbiljnost problema bijega kapitala iz Hrvatske nakon 2000, rezultati su uspoređeni s procjenama za druge zemlje, u kojima je primijenjena usporediva metodologija i izvori podataka. U tablici 9. prikazane su metodološki konzistentne procjene bijega kapitala izračunane u Kar i Cartwright-Smith (2008), za Hrvatsku i neke druge zemlje iz okruženja, i to za razdoblje od 2002. do 2006. godine. U njihovoj se studiji također primjenjuju dvije verzije rezidualnog pristupa: jedna s promjenom stanja inozemnog duga, a druga s neto tokovima duga kao relevantnim varijablama. Rezultati obje verzije prikazani su u tablici 9. Njihove su procjene za Hrvatsku uspoređene s rezultatima najsličnije metode primijenjene u ovom radu.<sup>17</sup>

Razlike u rezultatima za Hrvatsku, u odnosu na procjene iz ovog rada, u nekim su godinama relativno velike za procjene u kojima je korištena promjena stanja inozemnog duga kao relevantna varijabla. Kada se koriste neto tokovi duga, rezultati iz dvaju izvora dosta se dobro podudaraju. Za druge su zemlje uočljive velike razlike: odljevi kapitala u većini su godina veliki samo za Mađarsku, i to u procjenama s promjenom stanja inozemnog duga (ovdje nećemo razmatrati pouzdanost procjene izrazito velikog iznosa bijega kapitala u Mađarskoj u 2006. godini). I Hrvatska i Mađarska imale su promjenu smjera bijega kapitala u 2005. Kada su neto tokovi duga korišteni umjesto promjene stanja duga, rezultati za Mađarsku za većinu se godina značajno mijenjaju. Takve su procjene dostupne i za Srbiju, a pokazuju relativno visok i stalan bijeg kapitala.

---

<sup>16</sup> U ovom odlomku prikazani su rezultati iz Vukšić (2001), dobiveni rezidualnom metodom sličnoj mjeri CF1 u ovom radu. Postoje ipak neke razlike. U Vukšić (2001) nije bilo korekcije za utjecaj promjena valutnih tečajeva. Ni portfeljna vlasnička ulaganja nisu uzeta u obzir, a podaci o neto izravnim stranim ulaganjima nisu obuhvaćali samo vlasnička ulaganja i zadržanu dobit, nego i izravna dužnička ulaganja (barem za neke godine), koja su stoga možda uračunana još jedanput, kao dio inozemnog duga. Ti metodološki nedostaci vjerojatno su imali manje značenje u to vrijeme nego što bi ga imali za razdoblje promatrano u ovom radu. Razlog je to što su portfeljna vlasnička ulaganja i izravna dužnička ulaganja u prijašnjem razdoblju bila osjetno manja. Za druge metode procjene korištene u Vukšić (2001), Dooleyevu metodu i lažno fakturiranje trgovinskih transakcija, valja istaknuti da su njihove slabosti zamijećene već u tom radu, ali i u drugoj literaturi. Posljedično, one nisu korištene u ovoj studiji (v. također bilješku 2).

<sup>17</sup> Izvori podataka korištenih u Kar i Cartwright-Smith (2008) jesu GDF baza podataka Svjetske banke, World Economic Outlook baze podataka i MMF-ove Balance of Payment i International Finance Statistics baze podataka. Neke su razlike u rezultatima očekivane za Hrvatsku u odnosu na procjene iz ovog rada. Razlog mogu biti različiti izvori podataka iz platne bilance. Također nije jasno uzimaju li Kar i Cartwright-Smith (2008) u obzir i portfeljna vlasnička ulaganja i koriste li se samo vlasničkim ulaganjima i zadržanom dobiti za neto izravna strana ulaganja u svojim izračunima.

Tablica 9. Bijeg kapitala iz Hrvatske i drugih zemalja regije 2002-2006. (u mil. dolara)

Procjene rezidualnom metodom i korištenjem promjene stanja duga					
	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Bosna i Hercegovina	-332	-126	-579	-1.736	-745
Mađarska	4.483	6.009	8.882	-4.405	34.466
Makedonija	50	99	-89	-212	370
Srbija	...	...	...	...	...
Slovenija	-65	-700	-315	-975	312
Hrvatska	1.960	7.439	5.969	-4.514	5.228
Hrvatska / CF1 [WB, USD]	995	5.925	5.275	-3.266	4.709
Procjene rezidualnom metodom i korištenjem neto tokova duga					
	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Bosna i Hercegovina	-396	-1.334	-607	-968	-1.032
Mađarska	372	-246	7.639	-1.501	32.443
Makedonija	-87	-80	-154	-251	81
Srbija	804	1.080	1.668	2.837	2.817
Slovenija	-65	-700	-315	-975	312
Hrvatska	-126	5.446	4.009	5	3.187
Hrvatska / CF1 <sub>f</sub> [WB, USD]	-425	4.978	3.820	73	3.061

Izvor: Kar and Cartwright-Smith (2008) i vlastite procjene

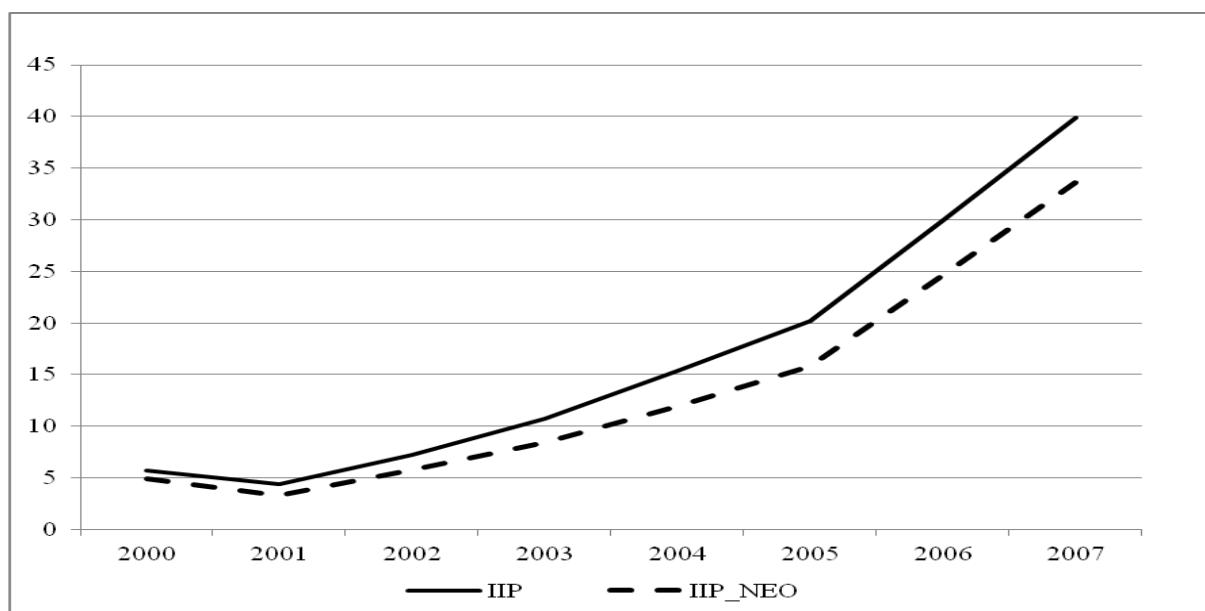
Procjene za druge zemlje uvijek su bile negativne osim u 2006. godini za Sloveniju i Makedoniju. Na temelju iznesenih usporedbi, može se ustvrditi da problem bijega kapitala ne postoji u svim zemljama regije.

#### 4.3. Kretanja hrvatskog neto stanja međunarodnih ulaganja, prilagodbe i perspektive

Rezultati procjena neevidentiranih tokova kapitala mogu se iskoristiti za prilagodbu službenih podataka o neto stanju međunarodnih ulaganja Hrvatske (IIP – *International investment position*). Grafikon 2. prikazuje službeno neto stanje međunarodnih ulaganja u milijardama eura (krivulja označena s IIP), kao i neto stanje međunarodnih ulaganja korigirano za stavku neto grešaka i propusta (prikazane su apsolutne vrijednosti jer je neto stanje međunarodnih ulaganja negativno, s korekcijama za neevidentirane odljeve kapitala i bez njih).<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Lane i Milesi-Ferreti (2001) u svojim procjenama inozemne aktive i pasive zemalja za koje ne postoje službeni podaci o neto stanju međunarodnih ulaganja ubrajaju stavku neto grešaka i propusta u tokove kapitala. To bi impliciralo da se za prilagodbu neto stanja međunarodnih ulaganja treba primijeniti ta stavka. Međutim, u novijoj verziji svoga rada (Lane i Milesi-Ferreti, 2007) oni posebno iskazuju tu stavku i koriste se njome pri interpretaciji podataka.

Grafikon 2. Službeno i prilagođeno neto stanje međunarodnih ulaganja za Hrvatsku 2000-2007. (u mlrd. eura) (apsolutne vrijednosti)



Izvor: HNB i vlastiti izračun

Iz grafikona je jasno vidljivo da se službeno neto stanje međunarodnih ulaganja znatno pogoršavalo nakon malog napretka 2001. godine. Ti su negativni trendovi nakon 2005. ubrzani.<sup>19</sup> Službeni podaci prilagođeni su samo pribrajanjem neregistriranih tokova kapitala službenim iznosima neto stanja međunarodnih ulaganja. Očekivano, službena krivulja neto stanja međunarodnih ulaganja leži iznad krivulje koja prikazuju neto stanje prilagođeno za stavku neto grešaka i propusta. U postotku BDP-a u 2007. godini (apsolutna vrijednost) službeno neto stanje međunarodnih ulaganja za Hrvatsku iznosilo je 93,21%. Udio neto stanja korigiran za neto greške i propuste bio je znatno niži te je iznosio 78,47%. Dakle, prilagodba za neevidentirane odljeve kapitala ima očit (pozitivan) utjecaj na hrvatsku neto vanjsku poziciju, iako je ona još uvijek negativna, kao i za druga europska tržišta u nastajanju (v. npr. Lane i Milesi-Ferreti, 2007). Treba spomenuti da neevidentirana akumulacija inozemne aktive može generirati neregistrirani dohodak od ulaganja. U tim su slučajevima, ako je taj neevidentirani dohodak ponovno investiran, stvarni akumulirani iznosi neevidentiranog odljeva kapitala viši nego što je procijenjeno, pa bi stvarna prilagođena krivulja zapravo bila niža nego što je na grafikonu 2. Drugim riječima, došlo bi do daljnjih poboljšanja neto stanja međunarodnih ulaganja.

<sup>19</sup> Na promjene neto stanja međunarodnih ulaganja također mogu utjecati promjene valutnih tečajeva. Nažalost, podaci o valutnoj strukturi te pozicije nisu bili dostupni. Ipak, pretpostavljajući da imovina i obveze slijede sličnu valutnu strukturu kao i hrvatski inozemni dug, može se zaključiti da utjecaj promjena valutnih tečajeva ima isti predznak za pojedine godine kao i inozemni dug u tablici 1. Stoga su, uzimajući u obzir te utjecaje, neto porasti (apsolutne vrijednosti) neto stanja međunarodnih ulaganja u eurima nakon 2002. godine (uz izuzetak 2005) vjerojatno veći nego što je prikazano na grafikonu 2.

Snažna negativna kretanja neto stanja međunarodnih ulaganja za Hrvatsku odraz su činjenice da je gospodarski rast u Hrvatskoj tijekom promatranog razdoblja bio utemeljen na snažnim priljevima kapitala iz inozemstva. Održivost i limiti ekonomskog rasta u takvim okolnostima uvelike ovise o tome jesu li, i u kojoj mjeri, ta sredstva potrošena u produktivne svrhe, koje mogu poticati rast u budućnosti. Prema nekim ekonomistima, uglavnom nije bilo tako. Kao što je napomenuo guverner HNB-a u svom izlaganju u listopadu 2009. godine, u vrijeme ekspanzije bilo je dovoljno sredstava za sve i problem njihove pogrešne alokacije (u smislu učinaka njihove potrošnje) nije bio tako očit (Rohatinski, 2009). Prema njegovu mišljenju, Hrvatska može namiriti svoje (kratkoročne) potrebe za financiranjem u trenutačnom okruženju povećane likvidnosti na međunarodnim tržištima i poboljšane političke percepcije Hrvatske kao dužnika zbog nastavka procesa približavanja EU. To, međutim, krije opasnost od „...vjerovanja da možemo nastaviti funkcionirati na uhodani način...” (Rohatinski, 2009:3). Stoga guverner HNB-a naglašava nužnost značajne promjene u alokaciji, koju nije moguće provesti a da država ne odradi svoj dio posla.

## 5. Zaključak

U radu su predstavljene procjene bijega kapitala, te rezultirajuća akumulacija inozemne aktive za Hrvatsku između 2000. i 2007. godine. Većina istraživača pojave bijega kapitala slaže se da on ima negativne učinke na razvitak zemlje. Te su negativne posljedice to izraženije što je kapital u zemlji oskudniji. S obzirom na trenutačnu globalnu financijsku i ekonomsku krizu, te sve veći nedostatak kapitala na mnogim tržištima u nastajanju i u tranzicijskim zemljama, uključujući i Hrvatsku, problem bijega kapitala ponovno dobiva sve veću važnost. Veličina tokova kapitala u takvom je okruženju važna za ocjenu potreba i mogućnosti financiranja gospodarstva neke zemlje. Također, procjene neevidentiranih tokova kapitala se ujedno mogu iskoristiti za prilagodbu podataka o neto stanju međunarodnih ulaganja zemlje, što je ključna odrednica njezine vanjske održivosti (Lane i Milesi-Ferreti, 2001).

U mjeri u kojoj rezultati nisu odraz problema u obuhvatu podataka na tekućem računu platne bilance, oni otkrivaju relativno velike iznose akumulacije inozemne imovine tijekom promatranog razdoblja, u rasponu od 28 do 41,47% inozemnog duga na kraju 2007. godine, ovisno o korištenom izvoru podataka. Velik dio te akumulacije proizlazi iz kumulativnog iznosa neto grešaka i propusta, koji se interpretira kao neregistrirani tijek kapitala. Postoje argumenti u prilog tvrdnji da stavka neto grešaka i propusta u Hrvatskoj djelomično predstavlja neevidentiranu akumulaciju strane gotovine od potrošnje stranih turista, i/ili u određenom dijelu proizlazi iz precijenjenog prihoda od turizma. Međutim, i nakon isključivanja te stavke iz izračuna bijega kapitala, rezultati pokazuju da je akumulacija inozemne aktive tijekom razdoblja iznosila između 12,36 i 25,83% inozemnog duga na kraju 2007. godine, ovisno o korištenom izvoru

podataka. Ako se ti neevidentirani tokovi uzmu u obzir, hrvatska se neto međunarodna ulagačka pozicija popravlja, ali je još uvijek negativna, s negativnim trendovima.

Vrlo je teško na uvjerljiv način interpretirati uzroke i motive bijega kapitala. Zbog toga su i preporuke za ekonomsku politiku uglavnom nejasne. Ipak, ako je motiv za segment bijega kapitala, koji se prema pretpostavci krije iza stavke neto grešaka i propusta, skrivanje dijela dohotka zarađenoga u turizmu od poreznih vlasti, tada je razumna preporuka uvođenje učinkovitijih inspekcija i kontrola. Naravno, ako je zabrinutost u vezi s precijenjenim dohotkom od turizma opravdana, tada bi trebalo korigirati metodologiju prikupljanja i procjene podataka (što bi zahtijevalo i revidiranje podataka o BDP-u). Kad je riječ o drugoj mjeri bijega kapitala bez stavke neto grešaka i propusta, nije izgledno da je on motiviran makroekonomskim rizicima s obzirom na povoljna makroekonomska kretanja u Hrvatskoj tijekom promatranog razdoblja. Ako je (dio) toga odljeva kapitala uzrokovan željom za tajnošću posjeda kapitala (npr. zato što je stečen na nelegalan način), tada se nameće slična preporuka kao i za neprijavljeni dio prihoda od turizma. U onoj mjeri u kojoj se neevidentirana akumulacija inozemne imovine nalazi u zemljama EU u obliku bankovnih depozita ili drugih oblika financijske imovine koji donose kamatu, više informacija može se očekivati s približavanjem Hrvatske EU: direktiva EU o oporezivanju dohotka od štednje u obliku isplata kamata (Official Journal of the European Union 2003, Council Directive 2003/48/EC) predviđa da zemlje članice automatski razmjenjuju podatke o isplatama kamata rezidentima drugih zemalja EU. To može omogućiti preciznije praćenje dijela tekućeg računa o dohotku od ulaganja i informacije se mogu koristiti za bolju procjenu neto stanja međunarodnih ulaganja.

Budući da su mnogi hrvatski gospodarski subjekti zbog (neočekivane) promjene u globalnoj ekonomiji suočeni sa znatnim i rastućim ograničenjima pri financiranju, rezultati se mogu promatrati čak i kao ohrabrujući u smislu da određeni gospodarski subjekti imaju neke neevidentirane pričuve u obliku inozemne imovine, koje se možda mogu iskoristiti za svladavanje trenutačnih teškoća u financiranju. Međutim, još je rano za empirijsku provjeru te hipoteze: stavka neto grešaka i propusta u zadnjem je tromjesečju 2008. godine negativna (što implicira neevidentirani odljev kapitala), za razliku od prosjeka za razdoblje 2000 – 2007. iz tablice 6. To je vjerojatno rezultat povlačenja bankovnih depozita u tom razdoblju zbog tadašnjega poljuljanog povjerenja u njihovu sigurnost (HNB, 2009a).

## LITERATURA

- Beja, E. L. 2005.** "Capital Flight: Meanings and Measures" in: A. E. Epstein, ed. *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar, 58-82.
- Boyce, J. and Ndikumana, L., 2001.** "Is Africa a net creditor? New estimates of capital flight from severely indebted sub-Saharan African countries 1970-1996". *The Journal of Development Studies*, 38 (2), 27-56.
- Chang, K. P. H., Claessens, S. and Cumby, R. E., 1997.** "Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight". *International Journal of Finance and Economics*, 2, 3101-119.
- Claessens, S. and Naudé, D., 1993.** "Recent Estimates of Capital Flight". *Policy Research Working Papers*, No. 1186. Washington DC: World Bank.
- Cumby, R. and Levich, R., 1987.** "Definitions and Magnitudes: On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight" in: D. R. Lessard and J. Williamson, eds. *Capital Flight and Third World Debt*. Washington DC: Institute for International Economics, 27-67.
- DZS, 2009.** „Godišnji bruto domaći proizvod od 1995. do 2005“. *Priopćenje*, br. 12.1.3. Zagreb: Državni zavod za statistiku.
- Dvorsky, S., Scheiber, T. and Stix, H., 2008.** "Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey" in: P. Mooslechner and D. Ritzberger-Grünwald, eds. *Focus on European Economic Integration*, No. 1/08, Vienna: Oesterreichische Nationalbank, 48-60.
- ECB, 2007.** *Review of the International Role of the Euro*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Eggerstedt, H., Hall, R. B. and Wijnbergen, S. Van, 1995.** "Measuring Capital Flight: A Case Study of Mexico". *World Development*, 23 (2), 211-232.
- Epstein, A.E. (ur.) 2005.** *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar.
- Fischer, B., Köhler, P. and Seitz, F., 2004.** „The Demand for Euro Area Currencies: Past, Present and Future“. *ECB Working Paper Series*, No. 330. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Hermes, N., Lensink, R. and Murinde, V., 2002.** "Flight Capital and its Reversal for Development Financing". *WIDER Discussion Paper*, No. 2002/99. World Institute for Development Economics Research, United Nations University.
- HNB 2003.** *Bilten, Tromjesečno izvješće*, br. 80. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
- HNB 2009a.** *Bilten, Tromjesečno izvješće*, br. 146. Zagreb: Hrvatska Narodna Banka.
- HNB 2009b.** *Bilten*, br. 151. Zagreb: Hrvatska Narodna Banka.
- IMF, 1987.** *Final Report of the Working Party on the Statistical Discrepancy in World Current Account Balances*. Washington; International Monetary Fund.
- IMF, 1993.** *Balance of Payments Manual*. Washington; International Monetary Fund.



- IMF 2008.** *International Financial Statistics*. CD-ROM March 2008. Washington DC: International Monetary Fund.
- Kar, D. and Cartwright-Smith, D., 2008.** *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2002-2006*. Washington DC: Global Financial Integrity: A Program of the Center for International Policy.
- Lane, P. R. and Milesi-Feretti, G. M., 2001.** "The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries". *Journal of International Economics*, 55, 263-294.
- Lane, P. R. and Milesi-Feretti, G. M., 2007.** "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004". *Journal of International Economics*, 73, 223-250.
- Lessard, D. R. and Williamson, J., eds., 1987.** *Capital Flight and Third World Debt*. Washington DC: Institute for International Economics.
- Morgan Stanley 2009.** *Turkey: In the Absence of Growth* [online]. Available from: [http://www.morganstanley.co.uk/views/gef/archive/2009/20090116-Fri.html].
- Official Journal of the European Union, 2003.** Council Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments, 26.6.2003., L 157/38 – L 157/48.
- Rohatinski, Ž., 2009.** Izlaganje pripremljeno za konferenciju "Dan velikih planova" tjednika Lider, (Zagreb, 26. 10. 2009.). Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr).
- Stix, H., 2008.** "Euroization: What Factors drive its Persistence? Households Data Evidence for Croatia, Slovenia and Slovakia". *OeNB Working Paper*, No. 140. Vienna: Oesterreichische Nationalbank.
- Vukšić, G., 2001.** „Bijeg kapitala iz Hrvatske: uzroci i opseg“. *Financijska teorija i praksa*, 25 (4), 459-485.
- Walter, I., 1987.** "The Mechanisms of Capital Flight" in: D. R. Lessard and J. Williamson, eds. *Capital Flight and Third World Debt*. Washington DC: Institute for International Economics, 103-128.

Institut za javne financije • Smičiklasova 21 • 10000 Zagreb

Tel. (+385 1) 4886-444, 4819-363 • Fax (+385 1) 4819-365

[www.ijf.hr](http://www.ijf.hr) • [ured@ijf.hr](mailto:ured@ijf.hr)