

# Bijeg kapitala iz Hrvatske : uzroci i opseg

---

**Vukšić, Goran**

*Source / Izvornik:* **Financijska teorija i praksa, 2001, 25, 459 - 485**

**Journal article, Published version**

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:242:260030>

*Rights / Prava:* [Attribution 4.0 International](#)/[Imenovanje 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-11-06**



*Repository / Repozitorij:*

[Institute of Public Finance Repository](#)

## BIJEG KAPITALA IZ HRVATSKE: UZROCI I OPSEG

Goran VUKŠIĆ  
Doktorand na Ekonomskom fakultetu  
Bečkog sveučilišta

Izvorni znanstveni članak<sup>1</sup>  
UDK 330.142.28(497.5)

### *Sažetak*

*Ovim se radom pokušava empirijski obuhvatiti opseg bijega kapitala iz Hrvatske od 1993. do 1999. godine. Nakon što se definira pojam bijega kapitala, pokušavaju se teoretski odrediti determinante međunarodnih kretanja kapitala općenito, a time i bijega kapitala, uz poseban osvrt na tranzicijski proces. Predočene su tri različite metode empirijske procjene opsega bijega i njihovi nedostaci. Istodobnom procjenom uz pomoć više metoda može se doći do dodatnih zaključaka o prirodi pojave bijega kapitala.*

*Kroz cijelo promatrano razdoblje bilježimo relativno mali kumulativni iznos bijega i relativno velike fluktuacije rezultata po godinama. Pokazuje se da su makroekonomska nestabilnost i ratni rizik u Hrvatskoj s početka promatranog razdoblja prouzročili taj bijeg. Nakon privremene promjene smjera bijega kapitala, 1998. godine ponovno dolazi do odljeva znatnijih sredstava, koji prije svega možemo povezati s krizom u bankarskom sektoru. U predizbornoj, 1999. godini također se masovno odljeva kapital, i to prema metodi koja naglašava tajnost posjeda kapitala kao motiv bijega.*

*Ključne riječi: bijeg kapitala, Hrvatska, tranzicija*

### **Uvod**

Problem bijega kapitala prvi je put znatnije zainteresirao javnost i stručnjake za vrijeme dužničke krize zemalja u razvoju 1980-tih godina. Iz tog vremena potječe i većina ozbiljnih procjena opsega bijega kapitala, kao i različite analize uzroka i posljedica te pojave. Posljednjih godina taj se pojam često spominje u vezi s nekim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, pa tako i u vezi s Hrvatskom. Potreba za ozbiljnom analizom tog problema pojavljuje se iz više razloga. Kao prvo, većina se stručnjaka slaže da je bijeg kapitala povezan s negativnim posljedicama

---

<sup>1</sup> *Primljeno (Received): 24.5.2000.*

*Prihvaćeno (Accepted): 22.1.2001.*

za domaće gospodarstvo. Te su posljedice to teže što je nedostatak kapitala u gospodarstvu veći. U tranzicijskim uvjetima, kada se zemlje na putu prema tržišnom gospodarstvu trude privući strana ulaganja i time olakšati i ubrzati mukotrpan proces restrukturiranja gospodarstva, bitno je da se pozitivna dostignuća tih nastojanja ne unište istodobnim odljevom kapitala iz zemlje. Zbog toga problem bijega kapitala u tim uvjetima dobiva posebnu težinu. Drugi je razlog političke prirode. Na primjer, u medijima se često mogu sresti različite političke špekulacije u vezi s bijegom kapitala, a povećano zanimanje za tu temu pojavljuje se i zbog činjenice da se bijeg kapitala često povezuje s ilegalnim aktivnostima u gospodarstvu.

Cilj ovog rada je što preciznije i objektivnije definirati pojam bijega kapitala, kao i odrediti njegov opseg za Hrvatsku od 1993. do 1999. godine. Time se želi stvoriti uvid u težinu tog problema s ekonomskog stajališta i donekle ograničiti mogućnost političkih špekulacija na tu temu. Tek nakon toga moguće je pomnije analizirati moguće uzroke te pojave i naposljetku dati ekonomsko političke preporuke za svladavanje tog problema. Prvo poglavlje ovog rada bavi se definiranjem pojma bijega kapitala. Nakon predstavljanja nekoliko različitih definicija odabire se jedna koja je najprikladnija za ovo istraživanje. Radi potpunijeg razumijevanja pojma bijega, kao i njegovih mogućih uzroka, u drugom se poglavlju raspravlja o determinantama međunarodnih kretanja kapitala općenito, kao i o mogućim uzrocima bijega u tranzicijskom procesu. U trećem poglavlju pokušava se operacionalizirati odabrana definicija, što podrazumijeva prikaz metoda za empirijski obuhvat bijega kapitala, pri čemu se raspravlja o prednostima i nedostacima odabranih metoda, tj. o granicama empirijske procjene. Opseg bijega kapitala iz Hrvatske od 1993. do 1999. godine procjenjuje se u četvrtom poglavlju. Pri interpretaciji rezultata u petom poglavlju predočena su neka razmišljanja o mogućim uzrocima tog problema u Hrvatskoj.

## 1. Pojam bijega kapitala

Definicije pojma *bijeg kapitala* u stručnim su radovima često vrlo različite i ni za jednu se ne može reći da je opće prihvaćena.<sup>2</sup> Prema Büntjen (1994), zajednički im je jedino stav da se samo izvoz privatnoga financijskog kapitala može smatrati bijegom kapitala. Izvoz kapitala javnog sektora i izvoz realnoga i ljudskog kapitala su isključeni.<sup>3</sup> Nadalje, većina autora drži da se pojam *bijeg kapitala* odnosi samo na dio izvoza privatnog kapitala jer je onaj drugi dio tog izvoza (tzv. normalni izvoz kapitala) uvijek povezan s "normalnom" poslovnom aktivnošću domaćih gospodarskih subjekata. Granica koju različiti autori povlače između "normalnog" iz-

---

<sup>2</sup> U engleskom se jeziku za bijeg kapitala rabi izraz *capital flight*, a njemački je prijevod *Kapitalflucht*.

<sup>3</sup> Pri toj pretpostavci zanemaruje se mogućnost korupcije i ilegalnih aktivnosti u javnom sektoru koja može dovesti do bijega kapitala i iz tog sektora. U daljnjem se tekstu pod pojmom kapitala misli samo na privatni financijski kapital.

voza kapitala i bijega kapitala nije uvijek ista.<sup>4</sup> Cumby i Levich (1987) smatraju da odluka o tome koliko široko bijeg kapitala treba biti definiran ovisi o vrsti i cilju istraživanja. Sama je, definicija naravno, usko povezana s metodom empirijske procjene opsega. Bijeg kapitala najčešće se definira prema kriterijima navedenim u sljedećoj tablici.<sup>5</sup>

Tablica 1. *Kriteriji definiranja bijega kapitala*

KRITERIJ DEFINIRANJA BIJEGA KAPITALA		
a) Investitorov motiv kao kriterij razlučivanja bijega kapitala od ostalog izvoza privatnog kapitala		b) Smanjenje općega gospodarskog blagostanja pri individualnoj racionalnosti investicije
Rizik kao motiv bijega kapitala <sup>a</sup>	Tajnost posjeda kapitala kao motiv za bijeg kapitala	

Izvor: Büntjen (1994), <sup>a</sup> modificirano

#### a) Investitorov motiv kao kriterij definiranja

##### *Rizik*

U izvornom prikazu kriterij rizika kao motiva za bijeg kapitala još se dodatno dijeli na visinu i vrstu rizika. Ta se podjela čini neutemeljenom utoliko što gospodarski subjekti uvijek prihvaćaju određeni stupanj rizika bez obzira na njegovu vrstu (Deppler i Williamson, 1987). Usto, čak i ako je rizik vrlo visok, on ne mora kao posljedicu imati bijeg kapitala, npr. ako se inozemnim ulaganjem rizik ne može izbjeći ili smanjiti. Dakle, da bi rizik bio motiv za bijeg kapitala, mora dosegnuti određenu visinu koju gospodarski subjekti više nisu spremni prihvatiti i taj se rizik mora moći izbjeći ili umanjiti izvozom kapitala, tj. inozemnim ulaganjem. Neki od najčešće spominjanih rizika kao uzroka bijega kapitala jesu rizik od velikog povećanja poreza, rizik od snažne devalvacije nacionalne valute, stvarna ili očekivana hiperinflacija, očekivano smanjenje mogućnosti i pooštrenje kontrole međunarodnih kretanja kapitala, rizik od otuđenja imovine te političke i financijske krize.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Primjerice prema Deppleru i Williamsonu (1987), "normalan" izvoz kapitala je "... onaj koji rezultira iz pokušaja kućanstava da maksimiraju profit međunarodnom diversifikacijom portfelja; nastojanja poduzeća da unaprijede trgovinu kroz izvozne kredite, držanje strane aktive i izravna ulaganja u inozemne proizvodne kapacitete; i nastojanja poslovnih banaka da prošire aktivnosti kroz akumuliranje depozita kod inozemnih banaka i stjecanjem potraživanja prema nerezidentima kroz portfeljna i izravna ulaganja." Ta definicija uvelike odgovara i definicijama većine drugih autora.

<sup>5</sup> Bijeg kapitala moguće je definirati i prema kriteriju zakonitosti. Prema njemu, on je poistovjećen s izvozom kapitala koji nije u skladu s pravnim sustavom zemlje, tj. s ilegalnim izvozom kapitala (Gemählich, 1989). Premda pojam bijega kapitala vrlo često asocira na ilegalne djelatnosti i može biti s njima u vezi (Varman, 1989), pravna definicija tog pojma nije toliko zanimljiva s ekonomskoga, koliko možda s političkog stajališta. Empirijsko određivanje opsega bijega kapitala prema toj definiciji usto je povezano s velikim problemima i nije predmet ovog rada.

<sup>6</sup> Vidjeti Gemählich (1989), Deppler i Williamson (1987) te Khan i Ul Haque (1985).

### *Tajnost posjeda kapitala*

Želja za tajnošću posjeda kapitala također služi kao kriterij pri definiranju bijega kapitala. Dooley (1988) pokušava objasniti tu pojavu na temelju različitih očekivanja rezidenata i nerezidenata glede povrata uloženog kapitala u zemlji. Do tih različitih očekivanja dolazi ponajprije zbog različitog tretmana domaćih i stranih investitora u zemlji, tj. zbog "asimetričnog rizika" pri ulaganjima. On definira bijeg kapitala kao "... dio inozemne aktive koji ne generira investicijsku dobit u bilanci plaćanja zemlje...", tj. "zatajeni dio". Želja za tajnošću posjeda kapitala može biti objašnjena i potencijalnim gubicima pri otkrivanju vlasništva nad kapitalom (Walter, 1987). Potencijalni gubici rezultiraju iz interesnog konflikta pojedinca i države, pri čemu ilegalne djelatnosti nisu nužna pretpostavka. Prema Walteru, dovoljno je da vlasnik kapitala prekrši jednu vrstu "implicitnoga društvenog ugovora".<sup>7</sup> Ako su potencijalnim gubicima izloženi samo (ili većinom) domaći investitori (rezidenti) jedne zemlje (dakle, različit je tretman rezidenata i nerezidenata), tada nema razlike između Dooleyjeva i Walterova pristupa. Važno je napomenuti da se različiti tretman domaćih i stranih investitora ne može interpretirati kao jedini uzrok neprijavljenog izvoza kapitala. U tom se kontekstu postavlja pitanje nije li i želja za tajnošću posjeda kapitala samo posljedica jedne vrste rizika (prijeteci gubici, npr. rizik većega poreznog tereta za rezidente ili, u ekstremnom obliku, npr. rizik od otuđenja imovine) koja se može izbjeći izvozom kapitala. U takvoj se interpretaciji i definicije bijega kapitala koje se temelje na tajnosti posjeda kapitala kao motivu mogu svrstati u skupinu definicija bijega kapitala koje prije svega ističu rizik kao motiv za bijeg kapitala.

#### b) Smanjenje općega gospodarskog blagostanja pri individualnoj racionalnosti investicije kao kriterij definicije

Možda je najvažnije pitanje vezano za bijeg kapitala ono o posljedicama za domaće gospodarstvo. U jednome od najstarijih radova o toj temi bijeg kapitala izjednačen je s kompletnim izvozom kapitala koji nije u suglasju s ekonomsko-političkim ciljevima jedne zemlje (Gemählich, 1989).<sup>8</sup> Cumby i Levich (1987) ponovno su aktualizirali taj pristup i formalno precizirali kriterij definicije. Time su bijeg kapitala ograničili na slučajeve u kojima se zbog racionalnoga optimirajućeg ponašanja individualnog investitora smanjuje društveno blagostanje (ulaganjem u inozemstvu propušteni društveni dobitak u zemlji prelazi dodatni realizirani dobitak privatnog investitora koji je svoj kapital uložio u inozemstvu).<sup>9</sup> Ako se cilj ekonomske politike izjednači s maksimiziranjem općega gospodarskog blagostanja u zemlji, tada su dvije definicije identične. U daljnjem će se tekstu za obje definicije rabiti zajednič-

---

<sup>7</sup> U široj interpretaciji moguće je da konflikt pojedinca i društva nastanu već zbog npr. načina stjecanja kapitala koji se u tom društvu smatra nemoralnim, pri čemu se potencijalni gubici mogu sastojati npr. samo od gubitka ugleda.

<sup>8</sup> Spomenuti je rad: McKenna, R. (1924), *Bericht des zweiten Sachverständigenkomitees vom 9.4.1924*, Berlin.

<sup>9</sup> Smanjenje općega gospodarskog blagostanja u zemlji zbog privatnog ulaganja u inozemstvu podsjeca na kršenje "implicitnoga društvenog ugovora" u Waltera.

ki pojam definicije bijega kapitala prema općemu gospodarskom blagostanju. Pri tome je nevažan konkretan motiv koji je doveo do bijega, tako da bijeg kapitala prema definicijama usmjerenima prema motivu investitora pripada i u bijeg prema definiciji glede općega gospodarskog blagostanja ako vodi smanjenju tog blagostanja. Iako je stvarne posljedice bijega kapitala na domaće gospodarstvo vrlo teško procijeniti bez sveobuhvatnog modela, u većini se literature dio ili cijeli opseg bijega kapitala smatra izravnim gubitkom.<sup>10</sup> Iz toga proizlazi da je definicija bijega prema smanjenju općega gospodarskog blagostanja šira od definicija usmjerenih na motiv investitora. Postoji i tvrdnja da se negativni učinci bijega kapitala na domaće gospodarstvo mogu kompenzirati uvozom kapitala, što implicira zaključak da je pri procjeni posljedica bijega odlučujući položaj zemlje na međunarodnom tržištu kapitala (Varman, 1989). Pri toj argumentaciji previđa se činjenica da je položaj zemalja s kroničnim problemom bijega i nedostatka kapitala na međunarodnim financijskim tržištima često loš i da se bijegom još više pogoršava. Polazeći od pretpostavke da bijeg kapitala ima negativan utjecaj na domaće gospodarstvo, postavlja se pitanje je li bijeg sam po sebi početni uzrok smanjenja blagostanja ili samo posljedica pogrešne ekonomske politike. Tako neki autori smatraju mogućim da bijeg kapitala upozorava na pogrešne ekonomsko-političke odluke i pridonosi tome da se one na vrijeme isprave (Büntjen, 1994). U tom je slučaju čak zamislivo da je cjelokupni učinak bijega na gospodarstvo pozitivan, tj. da je spriječeni gubitak blagostanja pravodobnim "upozorenjem" na lošu ekonomsku politiku veći od gubitaka u gospodarstvu nastalih zbog bijega kapitala.

Za potrebe ovog rada preuzet ćemo definiciju bijega kapitala usmjerenu na opće gospodarsko blagostanje, tj. bijeg kapitala bit će izjednačen s izvozom kapitala koji nije u skladu s ekonomsko-političkim ciljevima zemlje koji su izjednačeni s maksimiziranjem općega gospodarskog blagostanja. Takav odabir opravdan je činjenicom da je cilj ovog rada velikim dijelom stvoriti uvid u težinu tog problema u Hrvatskoj tijekom navedenog razdoblja i zato se upotrebljava najšira definicija bijega. Izborom neke druge definicije istraživanje bi bilo ograničeno samo na pojedine segmente bijega kapitala (Büntjen, 1994). To bi rezultiralo i donekle promijenjenom strukturom rada, drugačijom metodom procjene i smanjenom mogućnošću interpretacije cijele pojave. Jasno je da se pri toj definiciji nailazi na probleme operacionalizacije i procjene bijega kapitala (ti se problemi u malo drugačijem obliku pojavljuju i za druge definicije bijega). Opće gospodarsko blagostanje samo je po sebi vrlo teško operacionalizirati. Kao što se to vrlo često čini, moguće ga je aproksimirati bruto domaćim proizvodom. Time mnogi aspekti (npr. distribucija dohotka ili imovine) ostaju neobuhvaćeni, ali to za ovaj rad nije osobito važno i zbog toga se zanemaruje. Problem nastaje pri donošenju (često normativnih) sudova o usuglašenosti pojedinih komponenata izvoza kapitala s tim ciljem. U stručnoj literaturi prevladava stav da se npr. izravna ulaganja rezidenata u inozemstvu nikad ne

---

<sup>10</sup> Taj stav dijele i autori koji se pri definiranju pojma bijega kapitala usmjeravaju ponajprije na motiv (npr. Deppler i Williamson, 1987).

smatraju bijegom kapitala.<sup>11</sup> Ako se izuzme samo ta komponenta izvoza kapitala, ostaje problem razlučivanja bijega kapitala od ostalog izvoza kapitala povezanoga s “normalnom” poslovnom aktivnošću gospodarskih subjekata, za koju je vrlo teško uopćeno odrediti je li, i u kojem opsegu, u skladu s ekonomsko-političkim ciljevima (npr. izvozni krediti ili međunarodna diversifikacija portfelja; vidjeti definiciju Depplera i Williamsona). Zbog velikih teškoća povezanih s razlučivanjem tog dijela izvoza kapitala od bijega kapitala prema odabranoj definiciji, unaprijed se odustaje od tog pokušaja. Jedna od metoda koja će biti primijenjena pri procjeni ima nedostatak da precjenjuje opseg bijega kapitala za iznos onog dijela izvoza kapitala koji je povezan s “normalnom” poslovnom aktivnošću, a ne pripada u izravna ulaganja u inozemstvo. Vrlo se zanimljivim čini i pitanje koliki udio bijega kapitala nastaje zbog želje za tajnošću posjeda kapitala (Dooleyjeva definicija). U potrazi za odgovorom i na to pitanje, bijeg kapitala bit će procijenjen i Dooleyjevom metodom. Metode procjene opsega bijega prema tim definicijama biti će objašnjene u trećem poglavlju.

## 2. Mogući uzroci bijega kapitala i tranzicijski proces

Za prepoznavanje mogućih uzroka bijega kapitala potrebno je najprije odrediti determinante međunarodnog kretanja kapitala uopće. Pri tome će činitelji koji utječu na izravna ulaganja biti izostavljeni, jer se ona ne ubrajaju u bijeg kapitala. Teoretsku osnovu čini teorija portfelja koju su razvili Markowitz i Tobin i koja prije svega pokušava odgovoriti na pitanje kako racionalni gospodarski subjekti raspodjeljuju svoju imovinu na različite oblike ulaganja. U radu je poseban naglasak na analizi determinanata međunarodnog kretanja kapitala u tranzicijskim uvjetima. Razvoj varijabli bitnih za Hrvatsku promatrat će se pri interpretaciji rezultata u posljednjem poglavlju.

### *a) Determinante međunarodnih kretanja kapitala*

Osnovni motiv za međunarodne portfolio investicije jest mogućnost diversifikacije rizika i povećanja profita na uloženi kapital. Polazi se od pretpostavke da postoje samo dvije mogućnosti ulaganja, domaći i inozemni vrijednosni papiri. Racionalni investitori žele maksimizirati profit pri zadanom stupnju rizika i/ili minimizirati rizik pri zadanom željenom profitu. Teorija portfelja dokazuje da je pri zadanom željenom profitu moguće umanjiti rizik investicije ako portfolio proširimo (inozemnim) vrijednosnim papirima za koje (slučajna varijabla) očekivani profit od investicije nije u savršenoj pozitivnoj korelaciji s istovjetnom varijablom (domaćih) vrijednosnih papira kojima već raspoložemo. Dakle, ako je koeficijent korelacije iz-

---

<sup>11</sup> Motivi za izravno ulaganje u inozemstvu bitno se razlikuju od najčešće spominjanih motiva za bijeg kapitala (o motivima za izravno ulaganje u inozemstvu vidjeti Maennig i Wilfling, 1998). Nadalje, teško je govoriti o smanjenju općega gospodarskog blagostanja u zemlji zbog izravnog ulaganja u inozemstvu. Takva su ulaganja, naime, uglavnom dopuštena, pokatkad vrlo bitna za očuvanje konkurentnosti poduzeća (a time i za očuvanje radnih mjesta u domaćem gospodarstvu), provode se najčešće javno, profiti se registriraju u domaćem gospodarstvu, a često i oporezuju (ovisno o zakonskoj regulativi neke zemlje).

među očekivanih profita pri ulaganju u domaće i inozemne vrijednosne papire različit (tj. manji) od jedan, tada je moguće smanjenje rizika proširenjem portfelja inozemnim vrijednosnim papirima. Za svaku razinu željenoga očekivanog profita postoji optimalna struktura portfelja povezana s minimalnim stupnjem rizika vezanog za željeni očekivani profit. U rezultatu su racionalni investitori suočeni s izborom željene kombinacije rizika i očekivanog profita prema vlastitim preferencijama tj. prema vlastitoj sklonosti riziku. Već sada je moguće prepoznati neke od determinanata međunarodnog kretanja kapitala, tj. potražnje inozemne aktive. To su, dakle, imovina (tj. kapital koji se želi investirati), preferencije investitora, rizik i očekivani profit ulaganja u domaće i inozemne vrijednosne papire, koeficijent korelacije između očekivanih profita domaćih i stranih vrijednosnih papira i međunarodna mobilnost kapitala. Posljednji je činitelj vrlo bitan, jer ako postoje ograničenja u međunarodnom kretanju kapitala, tj. zabrane ili visoki troškovi transakcije, tada je moguće da investitor ne može realizirati željenu strukturu portfelja. Moguće je očekivati da koeficijent korelacije između planiranih profita domaćih i stranih vrijednosnih papira bude manji nego za vrijednosne papire unutar iste zemlje, i to zbog razlika u konjunkturalnim ciklusima i u razvoju deviznih tečajeva (Maennig i Wilfling, 1998). Očekivani profit ulaganja može se izjednačiti s realnim kamatnim stopama (nominalne kamatne stope umanjene za očekivanu inflacijsku stopu), tako da činitelj rizika sadrži sve vrste rizika osim rizika od promjene razine cijena.<sup>12</sup> Potražnja inozemnih vrijednosnih papira tada se povećava s (*ceteris paribus*) rastućim realnim kamatnim stopama i/ili padajućim činiteljem rizika u inozemstvu, padajućim realnim kamatnim stopama i/ili rastućim činiteljem rizika u domaćem gospodarstvu i s rastućom razinom imovine, tj. kapitala koji se želi uložiti. Povećanje međunarodne mobilnosti kapitala također povećava potražnju inozemne aktive.

U teoriju portfelja lako je moguće uklopiti i želju za tajnošću posjedovanja kapitala. Ta želja rezultira iz potencijalnih gubitaka za vlasnika kapitala ako se otkrije posjedovanje. Zbog toga tajnost kapitala ima vrijednost za vlasnika i ako se pri sastavljanju portfelja uzme u obzir, ona, prema Walteru (1987), rezultira smanjenjem očekivanog profita i/ili povećanjem rizika. Iz perspektive rizika i očekivanog profita (zanemarujući vrijednost tajnosti) investitor doseže nižu razinu zadovoljstva. Međutim, taj se gubitak kompenzira smanjenjem vjerojatnosti otkrivanja posjeda kapitala. Potražnja inozemne aktive povezana sa željom za tajnošću vlasništva u konačnici pada ako se promjenom egzogenih varijabli (npr. pojačane kontrole međunarodnog kretanja kapitala) vjerojatnost otkrivanja vlasništva poveća.

Slika o kretanjima varijabli za koje je rečeno da utječu na međunarodna kretanja kapitala u općemu gospodarskom okviru može se prikazati uz pomoć Mundell-Flemingova modela otvorenoga gospodarstva koji je kratkoročne prirode. Dugoročnu perspektivu nudi monetarna teorija bilance plaćanja. U ovom se radu nećemo posebno baviti tim modelima jer se pretpostavlja da su čitatelji s njima prilično dobro upoznati.

---

<sup>12</sup> Vrste rizika sadržane u tom činitelju su npr. i rizik od političke krize, povećanja poreznog tereta ili rizik od devalvacije nacionalne valute.



### b) *Proces tranzicije i mogući uzroci bijega kapitala*

Početa točka za raspravu o potencijalnim uzrocima bijega kapitala iz zemalja u tranziciji jest činjenica da je proces (ponovnog) uvođenja tržišnoga gospodarstva u te zemlje vrlo kompliciran proces, sveobuhvatan i s obzirom na njegov tijek i ishod, ispunjen rizikom. Taj rizik samog tranzicijskog procesa nesumnjivo utječe i na odluke investitora, a ne može se ni izbjeći ni umanjiti bilo kakvom investicijom u zemlji. S obzirom na to da tranzicija nije samo ekonomske prirode, nego dodiruje sve društvene aspekte (Svoboda, 1997), ona utječe i na preferencije investitora. To se može objasniti time što zbog dominantnoga "očinskog" (*paternalistic welfare state under state socialism*) odnosa države u socijalizmu gospodarski subjekti nisu bili skloni riziku (Brabant, 1998). Očekivanja glede prelaska na tržišni oblik privređivanja (i procjene rizika samog procesa) uvelike su određena vjerodostojnošću reformi. Stoga se čini da i sam izbor strategije, šok terapija ili gradualistički pristup mogu biti bitni.<sup>13</sup> Vjerodostojnost reformi, nadalje, usko je povezana s vjerodostojnošću stabilizacijske politike koja je na dulji rok određena i procesom restrukturiranja gospodarstva i zbog toga umnogome ovisi o učincima privatizacije.<sup>14</sup>

Za ovo je istraživanje ponajprije zanimljiv utjecaj stabilizacije i liberalizacije gospodarstva, te privatizacije na determinante međunarodnog kretanja kapitala. Tipične komponente stabilizacijskih programa implementiranih u tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe jesu liberalizacija cijena, restriktivna fiskalna i monetarna politika, politika plaća usmjerena na zaustavljanje inflacijske spirale slabim indeksiranjem nominalnih dohodaka, obično u ranoj fazi stabilizacije i liberalizacija međunarodne trgovine (Lavigne, 1999). U vezi s liberalizacijom međunarodnih kretanja kapitala (prije svega portfolio investicija) preporučuje se prethodna liberalizacija tekućeg računa bilance plaćanja i uklanjanje svih nestabilnosti u domaćem gospodarstvu (npr. velikih budžetskih deficita ili visoke inflacije), jer se tek tada mogu očekivati povećanja uspješnosti zbog poboljšane alokacije resursa (Brabant, 1998). Takvi "heterodokсни" stabilizacijski programi koriste se tzv. sidrima, tj. varijablama koje se vežu za neku ciljnu veličinu, a mogu biti nominalne (npr. devizni tečaj ili nominalni osobni dohoci) ili realne (npr. realna novčana masa i/ili realne kamatne stope). Mjere stabilizacijske politike i liberalizacija gospodarstva utječu na gotovo sve varijable za koje se pokazalo da su relevantne za međunarodno kretanje kapitala: na imovinu (tj. kapital koji se želi uložiti), na očekivani profit ulaganja u domaće vrijednosne papire (realne kamatne stope), na koeficijent korelacije između očekivanih profita domaćih i inozemnih vrijednosnih papira, mobilnost kapitala i devizni tečaj.

---

<sup>13</sup> Mnoge rasprave o optimalnoj strategiji tranzicije s kraja osamdesetih i početka devedesetih godina posljednjih su godina utihnule. Razlog tome je činjenica da je praksa uglavnom pokazala kako je izbor strategije odluka ovisna o specifičnim uvjetima u nekoj državi, tj. da nema općih preporuka. Osim toga o mnogim točkama razilaženja stručnjaci su se već prije složili. Tako većina njih prihvaća tvrdnju da stabilizacijski program mora biti implementiran brzo i u ranoj tranzicijskoj fazi (Balcerowicz, 1996).

<sup>14</sup> Pojmovi restrukturiranja i privatizacije usko su povezani. Dok se pod prvim pojmom misli na poduzimanje mjera za stjecanje i održanje konkurentnosti, privatizacija u užem smislu može se definirati kao transfer imovinskih prava od države privatnim subjektima (Brüggemann, 1997. i Lavigne, 1999).

Veza između razvoja realnih kamatnih stopa i stabilizacijskih programa je očita. Realne su kamatne stope ponajprije pokušavaju podići i/ili održati na pozitivnoj razini (uglavnom restriktivnom monetarnom i fiskalnom politikom) jer je inače ugrožena i sama supstancija kapitala, a posljedica toga zasigurno bi bio njegov odljev. S obzirom na to da je faktor rizika pri ulaganju u zemlje u tranziciji zasigurno veći nego za razvijene zemlje, realne kamatne stope u tranzicijskim zemljama trebale bi biti više kako bi se investitorima kompenziralo taj dodatni rizik. U suprotnome, odljev kapitala moguć je i pri pozitivnim realnim kamatnim stopama u zemljama u tranziciji i višima nego u zemljama s nižim faktorom rizika ako razlika nije dovoljna da kompenzira razliku u riziku. Dok liberalizacija tekućeg računa bilance plaćanja može prouzročiti promjene smjera međunarodne trgovine (*trade diversion*), čime se zasigurno utječe i na koeficijent korelacije očekivanih profita domaćih i inozemnih vrijednosnih papira, liberalizacija kapitalnog računa te bilance nudi povećanu (olakšanu) mogućnost međunarodne diversifikacije portfelja, tj. povećava mobilnost kapitala. U tom je kontekstu bitna i stabilnost domaće valute jer očekivanje devalvacije također vodi do odljeva kapitala. Količina kapitala koja se želi uložiti također je pod utjecajem mjera stabilizacijskog programa. S jedne strane inflacijska stopa izravno određuje realnu vrijednost novčanih sredstava u gospodarstvu, a s druge strane stabilnost gospodarstva čini bitan preduvjet gospodarskog rasta i akumulacije kapitala.

Osim što i proces privatizacije zasigurno utječe na akumulaciju i raspodjelu imovine, utjecaj tog procesa na bijeg kapitala može se vjerojatno najbolje interpretirati iz Walterove perspektive (Walter, 1987.). Uzme li se u obzir da je tijekom tranzicije i pravni sustav zemlje izložen promjenama a usto se toj reformi pravnog sustava ne pridaje dovoljno pozornosti, otvaraju se mogućnosti za *rent-seeking* ponašanje političara, birokrata ili menadžera u državnim ili već privatiziranim poduzećima. Osim toga, činjenica da menadžeri u državnim poduzećima koja treba privatizirati imaju svojevrsan monopol nad informacijama, vodi do ekstremnog oblika *principal-agent* problema (Brabant, 1998). Intenzitet kontrole menadžmenta je nizak i u nekim slučajevima dolazi do spontane privatizacije, pri čemu poduzeće jednostavno biva "preuzeto" od zaposlenih (ili dijela zaposlenih), a da takav čin čak ne mora nužno biti ilegalan (Brabant, 1998). Usto problem kontrole menadžmenta i uspješnost u upravljanju poduzećem ni nakon privatizacije često nije riješen. U tim je uvjetima moguće bogaćenje određenog broja (sloja) ljudi, koje je moralno upitno i/ili čak ilegalno te za Waltera znači kršenje "implicitnoga društvenog ugovora". Tako nastaju potencijalni gubitci za vlasnike kapitala koji mogu rezultirati željom za tajnošću posjeda i bijegom kapitala. Takve učinke možemo očekivati i općenito, kada postoji korupcija ili se pretpostavi da političari, birokrati ili menadžeri u državnim poduzećima maksimiziraju vlastitu korist i ciljeve, neovisno o procesu privatizacije. Potrebno je, međutim, naglasiti da je taj problem u procesu tranzicije mnogo izrazitiji. Privatizacija većine proizvodnih sredstava u zemljama u tranziciji jest transfer golemog bogatstva i čini neprevladan potencijal za *rent-seeking*. U uvjetima transformacije pravnog sustava, ali i društva općenito, mogućnosti takvog ponašanja su povećane. Od različitih strategija privatizacije pokazalo se da su pro-

blemi učinkovitosti i kontrole menedžmenta najbolje riješeni u poduzećima koja su (izravnim ulaganjima) kupili inozemni investitori i u poduzećima privatiziranim masovnom (vaučerskom) metodom uz pomoć privatizacijskih investicijskih fondova (Havrylyshyn i McGettting, 1999).

### 3. Metode empirijske procjene opsega bijega kapitala

#### a) Rezidualni pristup

Pri procjeni opsega bijega kapitala najčešće se primjenjuje rezidualni pristup. U osnovi se uspoređuju priljev kapitala u zemlju tijekom određenog razdoblja s iskorištenjem kapitala. Bijeg kapitala tada je jednak razlici između priljeva i iskorištenja kapitala te rezultira povećanjem potraživanja od nerezidenata. Rezidualni pristup može se primijeniti u više različitih oblika. Osnovni oblik, pri kojemu je bijeg kapitala izjednačen s ukupnim izvozom kapitala privatnog sektora, osim izravnih ulaganja, prikazan je u sljedećoj tablici.<sup>15</sup>

Tablica 2. Rezidualni pristup

REZIDUALNI PRISTUP	
Bijeg kapitala = ukupni izvoz kapitala privatnog sektora – izravna ulaganja	
Priljev kapitala	Iskorištenje kapitala
- povećanje vanjskog duga - neto izravna ulaganja <sup>a</sup>	- saldo tekućeg računa bilance plaćanja <sup>a</sup> - promjena međunarodnih pričuva središnje banke <i>saldo = bijeg kapitala</i>

Izvor: Gemählich (1989), modificirano.

<sup>a</sup> U ovom se prikazu polazi od pretpostavke deficita na tekućem računu bilance plaćanja, u suprotnome ta bi stavka pripadala priljevu kapitala. Također se pretpostavlja da su neto izravna ulaganja pozitivna, a da se vanjski dug i međunarodne pričuve povećavaju.

Uz navedenu je tablicu potrebno istaknuti da bijeg kapitala općenito može biti i negativan, tj. da može značiti i priljev kapitala u zemlju, i u tom bi slučaju pripadao lijevoj strani tablice.

Treba napomenuti da se uz pomoć te metode mogu obuhvatiti transferi kapitala koji nisu obuhvaćeni u bilanci plaćanja zemlje, ali su legalni (Chang [et al.], 1997). Mnoštvo mehanizama ilegalnog izvoza kapitala otežavaju njegovu empirijsku procjenu (Gemählich, 1989. i Walter, 1987). Jedan dio tog izvoza može se procijeniti analizom podataka tekućeg računa platne bilance, o čemu će više riječi biti nešto kasnije u ovom poglavlju. Važno je naglasiti da pri bijegu kapitala prema ta-

<sup>15</sup> Prikazani oblik rezidualnog načela prvi je put primijenjen u studijama Svjetske banke World Development Report (1985) i Erbe (1985).

blici 2. kapital zapravo ne mora fizički izići iz zemlje, nego može završiti u registriranoj ili neregistriranoj supstituciji financijske imovine (obično trajne) stranom valutom ili u nekom drugom obliku valutne supstitucije (Mervar, 1998). Očito je da za potrebe procjene opsega bijega kapitala služe podaci iz bilance plaćanja, kao i statistike vanjskog duga zemlje. Da bi se mogle detaljnije opisati metode procjene, potrebno je modificirati platnu bilancu stavkama koje pokazuju promjenu vanjskog duga (tablica 3).

Tablica 3. *Platna bilanca proširena stavkama o vanjskom dugu*

Tekuće transakcije ( <i>Current account</i> )	A
Kapitalne i financijske transakcije ( <i>Capital account</i> )	
Neto izravna ulaganja ( <i>Net FDI</i> )	B
Privatni kapital ( <i>Private capital</i> )	
dugoročni ( <i>Long term</i> )	C
kratkoročni ( <i>Short term</i> )	
Banke ( <i>Banking system</i> )	D
Ostali sektori ( <i>Non-banks</i> )	E
Promjena vanjskog duga iz usporedbe stanja duga ( <i>Change in debt</i> ) <sup>a</sup>	F
Neto pogreške i propusti ( <i>Errors and omissions</i> )	G
Protustavka: promjena vanjskog duga iz podataka bilance plaćanja - promjena vanjskog duga iz usporedbe stanja ( <i>Counterpart item: official capital flows - change in debt</i> ) <sup>a</sup>	I
Promjena međunarodnih pričuva ( <i>Change in reserves</i> )	H

Izvor: Chang [et al.] 1997., <sup>a</sup> modificirano: uključena je i promjena vanjskog duga privatnog sektora bez jamstva javnog sektora.

Potrebno je napomenuti da se promjena vanjskog duga može računati usporedivanjem stanja duga na početku i kraju nekog razdoblja (stavka F u tablici 3), pri čemu se podaci o stanju prikupljaju od vjerovnika (npr. od OECD-a) ili od dužnika (npr. od Svjetske banke). Druga je mogućnost računanje iz podataka kapitalnoga i financijskog računa bilance plaćanja za to razdoblje. Premda bi u teoriji oba načina trebala dati jednak rezultat, korištenje podacima iz bilance plaćanja pri računanju promjene vanjskog duga obično rezultira podcjenjivanjem njegova stvarnog povećanja, a time i priljeva kapitala (Chang [et al.], 1997). Ta je razlika sadržana u protustavci I prikazane modificirane bilance plaćanja. Rezidualnim pristupom zapravo se zaobilazi upotreba podataka iz kapitalnoga i financijskog računa bilance plaćanja, osim statistike o izravnim ulaganjima. Za podatke iz tog računa vjeruje se da su manje pouzdani od ostalih glede preciznosti obuhvata (tj. kretanja kapitala u oba smjera redovito su znatno podcijenjena (Mervar, 1998) i zato se pribjegava in-

direktnoj procjeni. Oblik rezidualnog pristupa prikazan u tablici 2. može se pisati i ovako:

$$K = A + B + F + H \quad (1)$$

Pri čemu je  $K$  = bijeg kapitala, tj. ukupni iznos izvoza kapitala umanjeno za iznos izravnih ulaganja u inozemstvo.

Različiti oblici i prilagodbe rezidualnog pristupa odnose se ponajprije na preciziranje pojma promjene vanjskog duga, inozemne aktive poslovnih banaka i stavke neto pogrešaka i propusta. Prije nego što se odabere jedan od oblika rezidualnog pristupa kojim će se procijeniti opseg bijega kapitala, potrebno je analizirati mogućnosti preciziranja pojma promjene vanjskog duga. Kao što je već spomenuto, tu promjenu u osnovi je moguće mjeriti na dva načina: uspoređujući razinu vanjskog duga na početku i kraju nekog razdoblja ili koristeći se podacima o toku kapitala iz bilance plaćanja. Drugi izbor, vezan za precizno određivanje pojma promjene vanjskog duga, odnosi se na komponente tog duga koje se pri procjeni uzimaju u obzir. Promjena vanjskog duga označava priljev (odljev) kapitala i trebala bi obuhvatiti sve sastavnice vanjskog duga (javnoga, privatnoga, i privatno-javnoga zajamčenog duga). Međutim, želimo li mjeriti bijeg kapitala kao neto stjecanje potraživanja privatnog sektora prema inozemstvu, dakle povećanje inozemne aktive i pasive istodobno izuzeti iz pojma bijega kapitala, trebamo isključiti promjenu privatnog duga za koji ne postoji jamstvo javnog sektora (Chang [et al.], 1997). Nadalje, ako se promjena duga računa usporedbom stanja na početku i na kraju nekog razdoblja, mora se ograničiti samo na promjenu razine vanjskog duga koja utječe na ulaz (izlaz) kapitala u zemlju u tom razdoblju. Prema tome, promjene koje prije svega rezultiraju iz oprosta duga, iz promjena odnosa deviznih tečajeva valuta u kojima je dug nominiran ili iz "otkrića" i preuzimanja starog duga moraju biti isključene.<sup>16</sup> Za potrebe procjene opsega bijega kapitala nužna je, dakle, detaljna analiza razvoja vanjskog duga.

U nekim radovima o bijegu kapitala može se naići na argumente prema kojima se inozemna aktiva poslovnih banaka ne ubraja u bijeg kapitala (Büntjen, 1994). To je obrazloženo činjenicom da je u zemljama koje su predmet tih studija bankarski sektor u državnom vlasništvu. Uključivanje i tog segmenta izvoza kapitala i dakle, o vlasničkom udjelu državnog sektora u bankama. Također, ako se pri procjeni opsega bijega kapitala stavlja naglasak na ilegalni izvoz kapitala, onda se isključivanje inozemne aktive poslovnih banaka čini opravdanim jer se može očekivati da je taj oblik inozemne aktive legalan (Büntjen, 1994). Isključivanjem inozemne aktive poslovnih banaka iz pojma bijega kapitala jednadžba (1) poprimila bi ovakav oblik:

---

<sup>16</sup> Promjena razine vanjskog duga koja se pojavljuje zbog promjene deviznih tečajeva valuta u kojima je dug denominiran može nastati na slijedeći način. Ako jedan dio vanjskog duga nije denominiran u dolarima, a promjena razine vanjskog duga izražava se dolarima, tada, u slučaju devalvacije dolara u odnosu prema drugim valutama u kojima je dio duga nominiran, dolazi do precjenjivanja tog dijela duga i time do precjenjivanja priljeva kapitala i u rezultatu bijega kapitala. Ako dolar revalvira dolara prema drugim valutama kojima je izražen dio vanjskog duga, dogodit će se suprotno (Cumby i Levich, 1987).

$$K = A + B + E + F + H \quad (2)$$

Stavka neto pogrešaka i propusta u bilanci plaćanja služi za izjednačavanje te bilance. Teoretski bi saldo ostalih podračuna bilance plaćanja trebao biti nula, ali se zbog praktičnih problema pri prikupljanju i statističkoj obradi podataka pojavljuju odstupanja. Mnogi autori upravo iza te stavke naslućuju bijeg kapitala. Tako Dooley (1988) tvrdi da je stavka neto pogrešaka i propusta "... često povezana s prikupljanjem financijskih potraživanja od nerezidenata zato što, između ostaloga, reflektira neregistrirani izvoz kapitala". Odbaci li se ta argumentacija i stavka isključujući iz pojma bijega kapitala, jednadžba (1) bi izgledala ovako:

$$K = A + B + F + G + H \quad (3)$$

#### b) Dooleyjeva metoda

Tom se metodom pokušava procijeniti onaj dio potraživanja privatnog sektora prema inozemstvu koji ne generira prihode prijavljene domaćim vlastima. U osnovi se polazi od rezultata procjene opsega bijega kapitala prema rezidualnom pristupu prikazanome u tablici 2. U prvobitnom obliku Dooley izračunava taj iznos na drugi način, i to koristeći se sljedećim komponentama modificirane bilance plaćanja prikazane u tablici 3:

privatni kapital ( <i>Private capital</i> )	C + D + E
+neto pogreške i propusti ( <i>Errors and omissions</i> )	G
– protustavka: promjena vanjskog duga iz podataka bilance plaćanja - promjena vanjskog duga iz usporedbe stanja ( <i>Counterpart item: official capital flows - change in debt</i> )	I
= bijeg kapitala prema tablici 2.	K

Kao što se može zaključiti, Dooley (1988) smatra da razlika između dva načina računanja promjene vanjskog duga treba biti pribrojena bijegu kapitala, i to s obrazloženjem da taj neregistrirani priljev kapitala rezultira stjecanjem inozemne aktive.

Zbog identiteta bilance plaćanja tada vrijedi:

$$K = A + B + F + H = -(C + D + E + G - I) \quad (4)$$

Od tako izračunanog iznosa oduzima se izvoz kapitala koji rezultira stjecanjem prijavljenih potraživanja prema inozemstvu. On se izračunava kao razlika između ovogodišnje razine prijavljene aktive u inozemstvu podijeljene s jedan plus kamatna stopa, i razine prijavljene aktive u inozemstvu s kraja prošle godine. Razina prijavljene aktive izračunava se kao tijek prihoda od investicija u inozemstvu podijeljen stopom jednogodišnjih državnih obveznica u SAD-u (*one-year US Treasury Bill rate*, Chang [et al.], 1997).

$$K_D = A + B + F + H - \{(PI_t / UT_t) / (1 + UT_t) - (PI_{t-1} / UT_{t-1})\} \quad (5)$$

$K_D$  - bijeg kapitala prema Dooleyevoj metodi

PI - prihod od investicija u inozemstvu (bez prihoda iz izravnih ulaganja)

UT - *US Treasury Bill rate*

Kao jedan od najmanje dva problema vezana za tu metodu, Lessard i Williamson (1987) ističu da prihodi od investicija u inozemstvu ne moraju potjecati od prijavljene aktive. Drugi bitan nedostatak jest to da odabir kamatne stope za kapitaliziranje prihoda od investicija i izračun razine prijavljene aktive u inozemstvu, koji je uvelike proizvoljan, vrlo bitno utječe na rezultat procjene.

### *c) Bijeg kapitala putem lažnog fakturiranja trgovinskih dokumenata*

Lažno fakturiranje jedna je od metoda ilegalnog izvoza kapitala. Ta sastavnica izvoza ostaje neobuhvaćena pri procjenama primjenom rezidualnog pristupa i Dooleyejevom metodom i zato ju je potrebno posebno procijeniti. Najprije ćemo ukratko opisati načelo prema kojemu se uz pomoć lažnog fakturiranja trgovinskih dokumenata može izvesti kapital. Uvoznik koji želi na ilegalan način iznijeti kapital iz zemlje prikazuje fakturirani iznos većim od ugovorenoga i toliki plaća. Njegov inozemni partner naplaćuje samo ugovoreni dio, a ostatak prebacuje na uvoznikov inozemni račun. Za izvoznika koji žele iznijeti kapital iz zemlje na ilegalan način sve je obrnuto: fakturirani je iznos niži od ugovorenoga i izvoznik naplaćuje samo dio svoga stvarnog potraživanja u zemlji, a ostatak ostaje u inozemstvu. Istraživanje što ga je proveo Gulati (1987) pokazuje da u praksi uglavnom izvoznici doista fakturiraju iznos niži od ugovorenoga, ali da ta pojava prevladava i kod uvoznika. To se može objasniti visokim uvoznim carinama koje se žele zaobići, tj. carinska davanja smanjiti. Moguće je i da izvoznici fakturiraju veći iznos od dogovorenoga ako im se nude izvozne subvencije, ali kako su Gulatijeva istraživanja pokazala, ta pojava u praksi nije baš česta. Rezultate procjene opsega bijega kapitala moguće je korigirati za učinak lažnog fakturiranja (i time obuhvatiti i taj segment ilegalnog izvoza kapitala), uz pretpostavku da su u razvijenim zemljama podaci o međunarodnoj trgovinskoj razmjeni točno obuhvaćeni. Podaci o međusobnoj trgovinskoj razmjeni zemlje bijega kapitala tada se uspoređuju s istovjetnim podacima trgovinskog partnera (razvijene zemlje).<sup>17</sup>

*Lažno fakturiranje izvoza:*

uvoz trgovinskih partnera (podaci iz statistika trgovinskih partnera) / (Cif/Fob)

– izvoz zemlje bijega kapitala

=  $X_{LF}$ , ako  $> 0 \Rightarrow$  fakturirani iznosi niži od ugovorenih

---

<sup>17</sup> Da bi se iz podataka nekog trgovinskog partnera procijenili podaci drugoga, moraju se uzeti u obzir troškovi transporta i osiguranja. Međunarodni monetarni fond (IMF, 1998a) procjenjuje svjetski prosjek tih troškova na 10% fakturiranog iznosa (Cif/Fob = 1.1). Tada se registrirani uvoz npr. Hrvatske iz zemlje trgovinskog partnera mora podijeliti Cif/Fob faktorom (po mogućnosti specifičnim za Hrvatsku), da bi se izvoz trgovinskog partnera u Hrvatsku izračunao iz hrvatske perspektive (tj. pomoću podataka iz hrvatske statistike). U ovom će se radu primjenjivati Cif/Fob faktor što ga je za Hrvatsku procijenio HNB.

*Lažno fakturiranje uvoza:*

- izvoz trgovinskih partnera (podaci iz statistika trgovinskih partnera)
- uvoz zemlje bijega kapitala / (Cif/Fob)
- = $M_{LF}$ , ako  $< 0$  => fakturirani iznosi viši od ugovorenih

*Rezultat lažnog fakturiranja:*

- $X_{LF} - M_{LF}$ , ako  $> 0$  => izvoz (bijeg) kapitala

Ako bismo, dakle, rezultate procjene opsega bijega kapitala korigirali za lažno fakturiranje, jednadžba (1) dobila bi oblik:

$$K = A + B + F + H + X_{LF} - M_{LF} \quad (6)$$

Potrebno je naglasiti da i ta metoda ima znatne nedostatke koje pri interpretaciji rezultata treba uzeti u obzir. Razlike između podataka o trgovini među partnerima u nacionalnim statističkim prikazima mogu nastati zbog više razloga. To su npr. izbor Cif/Fob faktora, odstupanja i razlike u vremenskom obuhvatu trgovine u statistikama partnera, različito deklariranje ciljne zemlje i zemlje podrijetla u statistikama, kao i razlike u metodama statističkog obuhvata trgovinske razmjene (IMF, 1998a).

#### **4. Procjena opsega bijega kapitala iz Hrvatske između 1993. i 1999. godine**

U pokušaju empirijskog obuhvata opsega bijega kapitala iz Hrvatske od 1993. do 1999. godine bit će primijenjen oblik rezidualnog pristupa prikazan u tablici 2, kao i Dooleyjeva metoda. Komponenta bijega kapitala nastala lažnim fakturiranjem trgovinskih dokumenata također će biti posebno procijenjena. Podaci o promjeni vanjskog duga bit će izračunani uspoređivanjem stanja na kraju i na početku godine, nakon čega će ih se pokušati korigirati (koliko to statistička podloga dopušta) da bi se dobio što točniji iznos priljeva kapitala. Upotrijebit će se podaci o ukupnom vanjskom dugu, dakle o javnom dugu, javno zajamčenome i privatnom dugu, što znači da se računa bruto povećanje potraživanja od nerezidenata. Svi potrebni podaci potječu iz statistika Hrvatske narodne banke, osim podataka o kamatnoj stopi jednogodišnjih državnih obveznica u SAD-u (*one-year US Treasury Bill rate*, izvor kojih je Federal Reserve Statistical Release) u Dooleyjevoj metodi, te iz podataka o međunarodnoj trgovini u računu opsega bijega kapitala lažnim fakturiranjem (IMF, Direction of Trade Statistics; dostupni su, nažalost, samo podaci do 1997. godine). Premda podaci Svjetske banke o vanjskom dugu omogućuju preciznije određivanje promjene duga (nego podaci HNB-a) i priljeva kapitala koji iz te promjene rezultira (pritom se ponajprije misli na korekciju promjena duga proizašlih iz promjene međusobnih odnosa deviznih tečajeva valuta u kojima je dug nominiran), ti podaci nisu dostupni za cijelo razdoblje od 1993. do 1999. godine, pa se zato ne rabe. Ovo je poglavlje ograničeno na izračun bijega kapitala i kratko predočivanje rezultata. Detaljnija će interpretacija biti dana u sljedećem poglavlju.



Tablica 4. *Bijeg kapitala iz Hrvatske prema rezidualnom pristupu (mil. USD)*

		1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.
Vanjski dug	1. Stanje	2637,8	3019,8	3809,1	5307,6	7451,6	9648	9855,8
	2. Promjena	93,2	382	789,3	1498,5	2144	2196,4	207,8
	3. Korigirana promjena	93,2	382	789,3	613,3 <sup>a</sup>	2144	2196,4	207,8
4. Neto izravna <sup>b</sup> ulaganja		77,8	106,3	95,7	509,1	323,7	800,6	1304,4
5. Saldo tekućeg računa		606,1	826,1	-1451,5	-1147,5	-2344	-1549,7	-1468,5
6. Promjena međunarodnih pričuva		-466,5	-743,4	-443,1	-533,3	-428	-151,5	-428,5
7. Bijeg kapitala (k=3+4+5+6)		310,6	571	-1009,6	-558,4	-304,3	1295,8	-384,8
8. Bijeg kapitala k, kumulativno		310,6	881,6	-128	-686,4	-990,7	305,1	-79,7

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke.

<sup>a</sup> Za 1996. godinu oduzeto je do tada nealociranih 885,2 mil. USD preuzetih od duga bivše Jugoslavije (Bubaš, 1999). To se povećanje ne ubraja u priljev kapitala.

<sup>b</sup> Neto izravna ulaganja = izravna ulaganja u Hrvatsku - izravna ulaganja u inozemstvo

Kao što je vidljivo iz tablice 4, jedina korekcija promjene vanjskog duga jest oduzimanje iznosa preuzetog duga od bivše Jugoslavije 1996. godine. Primjenom rezidualnog pristupa dolazi se do rezultata da je samo 1993, 1994. i 1998. godine zabilježen pozitivan bijeg kapitala, a tijekom svih ostalih godina više je kapitala "pobjeglo" u Hrvatsku nego iz nje. Kumulativan iznos bijega tijekom cijelog razdoblja iznosi -79,7 milijuna USD. Bitno se prisjetiti da ta metoda precjenjuje opseg bijega kapitala prema odabranoj definiciji, i to za iznos izvoza kapitala povezanoga s "normalnom" poslovnom aktivnošću gospodarskih subjekata koji ne dovodi do smanjenja općega gospodarskog blagostanja, a ne pripada izravnim ulaganjima. Usto, izostavljanje korekcije promjene vanjskog duga za odstupanja nastala promjenom deviznih tečajeva također može dovesti do iskrivljene slike o bijegu kapitala. Kako su rezultati procjene izraženi dolarima, jačanje dolara smanjuje promjenu duga proporcionalno udjelu nedolarski denominiranog duga u ukupnom dugu i time smanjuje i iznos bijega kapitala [v. 3. poglavlje, tekst a) i bilješku 15]. Za korekciju promjene vanjskog duga koja je rezultat promjene deviznih tečajeva valuta u kojima je dug denominiran potrebno je poznavati valutnu strukturu duga na kraju svake godine. Takvi podaci, nažalost, nisu dostupni. Može se samo ustvrditi da su procjene bijega kapitala podcijenjene u onim godinama u kojima je nastala aprecijacija dolara u odnosu prema drugim valutama u kojima je dug denominiran, što znači 1997. i, posebno, 1999. godine.

Već je spomenuto da je rezidualni pristup moguće prilagoditi, i to tako da se povećanje inozemne aktive poslovnih banaka i/ili stavka neto pogrešaka i propusta izuzme iz bijega kapitala (v. pogl. 2). Na taj se način može doći do dodatnih informacija o bijegu kapitala.

Tablica 5. Bijeg kapitala bez promjene inozemne aktive poslovnih banaka i bez neto pogrešaka i propusta (mil. USD)

	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	Σ
1. Promjena inozemne aktive (valuta i depoziti) poslovnih banaka	-210,6	-189,5	-467,1	-622,6	-341,1	383,8	340,6	-1106,5
2. Bijeg kapitala + 1	100	381,5	-1476,7	-1181	-645,4	1679,6	-44,2	-1186,2
3. Neto greške i propusti	-210,5	-585,3	359	-903,2	-307,9	90,6	57,6	-1499,7
4. Bijeg kapitala + 3	100,1	-14,3	-650,6	-1461,6	-612,2	1386,4	-327,2	-1579,4

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke.

Iz tablice 5. vidljivo je da je bijeg kapitala bez promjene inozemne aktive poslovnih banaka u konačnom zbroju (kumulativno) preko milijardu dolara manji. Izuzimanje te stavke iz procjene samo za 1998. i 1999. godinu povećava se bijeg kapitala, tako da on u 1998. godini iznosi čak 1679,6 milijuna USD. Sličan, ali još snažniji učinak ima izuzimanje stavke neto pogrešaka i propusta. Konačni iznos bijega za cijelo razdoblje tada iznosi -1579,4 milijuna USD.

Rezultati procjene opsega bijega kapitala prema Dooleyjevoj definiciji po iznosu se bitno razlikuju od rezultata dobivenih rezidualnim pristupom. Tako je prema Dooleyjevoj metodi iznos za 1994. godinu za čak 1457,3 milijuna USD veći. Premda je razlika u konačnom kumulativnom iznosu na kraju razdoblja relativno malena (360,19 milijuna USD), važno je imati na umu da procjena Dooleyjevom metodom ne obuhvaća 1993. godinu. Također je bitno napomenuti da je smjer bijega kapitala za sve godine osim za 1999. prema objema metodama jednak. Primjerice koeficijenti korelacije između rezultata dviju procjena za pojedinačne rezultate prema godinama iznose 0,491 te 0,7 za kumulativne iznose. Na prvi se pogled može učiniti neobičnim da iznosi dobiveni Dooleyjevom metodom premašuju iznose opsega bijega dobivene rezidualnim pristupom zato što Dooley zapravo od rezultata procjene rezidualnom metodom oduzima izvoz kapitala koji rezultira stjecanjem prijavljenih potraživanja prema inozemstvu. Međutim, treba se prisjetiti Dooleyjeve definicije bijega kapitala prema kojoj je on izjednačen s dijelom inozemne aktive

koji ne generira investicijsku dobit u bilanci plaćanja zemlje. Dakle, bijeg kapitala prema Dooleyju u nekoj godini može obuhvaćati i dio inozemne aktive koji je do te godine bio prijavljen, tj. koji je stvarao investicijsku dobit u bilanci plaćanja, a u toj je godini zatajen. Također je moguće da se dio prijavljene aktive u toj godini vratio u zemlju, a da je iznos veći od toga izvezen iz zemlje i domaće ga vlasti nisu registrirale. U oba će primjera rezultat procjene opsega bijega prema Dooleyjevoj metodi za tu godinu premašivati iznos dobiven rezidualnim pristupom. Potrebno je još jedanput napomenuti da se rezultati te procjene moraju uzimati s oprezom zbog njezinih dvaju znatnih nedostataka (v. pogl. 2).

Tablica 6. *Bijeg kapitala prema Dooleyjevoj metodi (mil. USD)*

	1993. <sup>a</sup>	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	
1. Bijeg kapitala (k)	310,6	571	-1009,6	-558,4	-304,3	1295,8	-384,8	
2. Prihod od investicija: pi	110,6	100,4	173,2	205,8	276,7	308,6	186,7	
3. Kamatna stopa: UT	0,0329	0,0502	0,056	0,0522	0,0532	0,048	0,0481	
Razina prijavljene inozemne aktive	4. Kraj godine (PI/UT)/(1+UT)	3254,62	1904,4	2928,84	3746,94	4938,4	6134,7	3703,37
	5. Početak godine (Pi <sub>t-1</sub> /Ut <sub>t-1</sub> )	...	3361,7	2000	3092,86	3942,53	5201,13	6429,17
6) Bijeg kapitala prema Dooleyju (K <sub>D</sub> = 1-4+5)	...	2028,3	-1938,4	-1212,5	-1300,2	362,227	2341	
7) Bijeg kapitala prema Dooleyju K <sub>D</sub> , kumulativno	...	2028,3	89,858	-1122,6	-2422,8	-2060,6	280,429	

Izvor: 2 - Bilten Hrvatske narodne banke, 3 - Federal Reserve Statistical Release

<sup>a</sup> Za 1993. godinu ne može se izračunati bijeg kapitala prema Dooleyjevoj definiciji jer nisu dostupni podaci o prihodu od investicija za 1992. godinu.

Tablica 7. Bijeg kapitala lažnim fakturiranjem trgovinskih dokumenata (mil. USD)

		1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
1. CIF/FOB		1,0764	1,0764	1,0764	1,0764	1,0764
2. Uvoz trgovinskih partnera iz Hrvatske	Industrijske zemlje	2207	2517	2663	2356	2196
	Svijet	3248	3868	4310	4431	4032
3. Izvoz iz Hrvatske	Industrijske zemlje	2350	2702	2834	2446	2383
	Svijet	3937	4260	4632	4512	4330
4. Lažno fakturiranje izvoza ( $X_{LF}=2/1-3$ )	Industrijske zemlje	-299,647	-363,65	-360,013	-257,223	-342,866
	Svijet	-919,534	-666,54	-627,912	-395,501	-584,181
5. Izvoz trgovinskih partnera u Hrvatsku	Industrijske zemlje	2804	4063	5205	5147	5708
	Svijet	3833	5425	7020	7292	7978
6. Uvoz Hrvatske	Industrijske zemlje	2850	3461	5191	5152	6111
	Svijet	4724	5229	7510	7787	9099
7. Lažno fakturiranje uvoza ( $M_{LF}=5-6/1$ )	Industrijske zemlje	156,2854	847,6525	382,4433	360,6752	30,74247
	Svijet	-555,703	567,1405	43,03976	57,70048	-475,177
8. Bijeg kapitala lažnim fakturiranjem ( $X_{LF}-M_{LF}=4-7$ )	Industrijske zemlje	-455,932	-1211,3	-742,456	-617,898	-373,609
	Svijet	-363,831	-1233,68	-670,952	-453,201	-109,003
9. Bijeg kapitala lažnim fakturiranjem – kumulativno	Industrijske zemlje	-556,73	-1768,03	-2510,49	-3128,39	-3501,99
	Svijet	-522,73	-1756,41	-2427,36	-2880,56	-2989,57

Izvor: IMF, Direction of Trade Statistics Yearbook, 1998a. Cif/Fob faktor procijenjen je na osnovi podataka iz Biltena Hrvatske narodne banke (tabl. H2, stavka prilagodbe za klasifikaciju). Prema HNB-u, od Cif vrijednosti uvoza treba oduzeti 7,1% da bi se dobila vrijednost prema Fob paritetu, što je istovjetno dijeljenju Cif vrijednosti uvoza s Cif/Fob faktorom od 1,0764.

Iz tablice 7. jasno se vidi da je između 1993. i 1997. lažnim fakturiranjem više kapitala ušlo u Hrvatsku nego što je iz nj izašlo. Izvozni dokumenti za cijelo razdoblje iskazuju veće iznose od ugovorenih, kako za razvijene zemlje (industrijske zemlje prema metodologiji Međunarodnoga monetarnog fonda za koje se pretpostavlja točniji statistički obuhvat međunarodne trgovine), tako i za cijeli svijet

(uključujući i industrijske zemlje). Korekcija podataka za lažno fakturiranje uvoza pokazuje bijeg kapitala samo za 1993. i 1997. godinu, i to isključivo kad je riječ o svijetu. U rezultatu je bijeg kapitala uvijek negativan i kumulativno za cijelo razdoblje iznosi čak -3501,99 milijuna USD za industrijske zemlje te -2989,57 milijuna USD za svijet. Zanimljivo je da se većina odstupanja podataka o trgovini između Hrvatske i svijeta odnosi baš na trgovinu s industrijskim zemljama. Podaci o trgovini s ostatkom svijeta (bez industrijskih zemalja) s inozemnog se stajališta mnogo bolje podudaraju s podacima iz hrvatske perspektive. Oni se kumulativno kroz cijelo razdoblje razlikuju od podataka s hrvatskoga gledišta za 512,42 milijuna USD, što bi impliciralo bijeg kapitala iz Hrvatske u tolikom iznosu u te zemlje tijekom cijelog razdoblja, uz nerealnu pretpostavku točnoga statističkog obuhvata međunarodne trgovine u tim zemljama. Za pretpostavku točnijeg obuhvata u tim zemljama nego u Hrvatskoj nema snažnih argumenata. Štoviše, redovita odstupanja u istom smjeru pri usporedbi hrvatskih podataka s podacima industrijskih zemalja, koja se kose s osnovnom logikom i ne pokazuju podudarnost sa smjerom kapitala prema prvim dvjema metodama, navode na zaključak da se ti rezultati ne mogu interpretirati kao bijeg kapitala. Vjerojatnijom se čini teza da odstupanje nastaje zbog drugih razloga navedenih u prethodnom poglavlju. Stoga se ti rezultati zanemaruju i odustaje se od njihove daljnje interpretacije.

## 5. Interpretacija rezultata i implikacije

S obzirom na prepoznate determinante međunarodnih kretanja kapitala, pri diskusiji rezultata zanemarit ćemo preferencije investitora jer ih je nemoguće operacionalizirati, već ćemo se zadržati na teoretskoj pretpostavci da su s nestankom socijalizma nastale promjene tih preferencija i da je povećana sklonost gospodarskih subjekata riziku. Korelaciju očekivanih profita domaćih i inozemnih investicija također ćemo izostaviti iz rasprave jer odgovarajući podaci nisu dostupni. U raspravi će se pojaviti problem operacionalizacije imovine, tj. kapitala koji se želi uložiti (zapravo, štednje privatnog sektora). Za promjene te varijable može se okvirno tvrditi da su smjerom jednake promjeni bruto domaćeg proizvoda. Problem nastaje zato što se prema teoriji portfelja zbog povećanja imovine (*ceteris paribus*) povećava potražnja inozemne aktive. Međutim, ako bruto domaći proizvod raste i ako se očekuje njegov daljnji rast, to znači i obećavajuće mogućnosti ulaganja u zemlji, što teoretski može voditi i do načela akceleratora i priljeva kapitala u zemlju. Kao rezultat, nije moguće jednoznačno ni operacionalizirati tu determinantu, niti odrediti učinak njezine promjene.

S obzirom na proces privatizacije, u Hrvatskoj nisu osobito zastupljene strategije kojima su relativno dobro riješeni problemi kontrole i učinkovitost menadžmenta. Opseg izravnih inozemnih ulaganja relativno je malen, a masovna vaučerska privatizacija uz pomoć privatizacijskih investicijskih fondova iskorištena je tek u trećem krugu privatizacije. Iz tih činjenica može se zaključiti da je prostor za *rent-seeking* ponašanje bio relativno velik i da je za određen broj gospodarskih subjekata moguće očekivati želju za tajnošću posjeda kapitala koja može prouzročiti bijeg kapitala.

Nakon što je 1995. godine završena liberalizacija tekućeg računa bilance plaćanja, 1996. godine započela je liberalizacija financijskoga i kapitalnog računa te bilance (Mervar, 1998), koji je do danas uvelike liberaliziran. Važnost tog procesa za međunarodna kretanja kapitala, a time i za njegov bijeg, sastoji se u tome da uz veća ograničenja tog računa gospodarski subjekti teže ostvaruju željenu strukturu portfelja, tj. uz postojanje snažnih motiva za bijeg kapitala ograničenja financijskih i kapitalnih transakcija trebala bi ga spriječiti, tj. smanjiti. Ne analizirajući trenutačno postojeća ograničenja ni njihovo smanjenje posljednjih nekoliko godina, može se ustvrditi da je, bez obzira na to što je liberalizacija financijskoga i kapitalnog računa započeta tek 1996. godine, 1993. i 1994. godine zabilježen bijeg kapitala iz zemlje, a 1995. godine priljev kapitala u zemlju.<sup>18</sup> Već se iz toga može zaključiti da sama ograničenja transakcija financijskoga i kapitalnog računa nemaju presudan utjecaj na bijeg kapitala, tj. da gospodarski subjekti, ako imaju motiv, nalaze način da izvezu kapital neovisno o stupnju liberalizacije.<sup>19</sup>

Izvori svih statističkih podataka u ovom su poglavlju Hrvatska narodna banka i Državni zavod za statistiku. Odstupanja od toga posebno su naznačena.

U prve dvije godine promatranog razdoblja zabilježen je pozitivan bijeg kapitala. Godine 1993. iznosio je 310,6 milijuna USD, a godinu kasnije 571 milijun USD, prema rezidualnom pristupu. Dooleyjevom metodom dolazi se do iznosa od 2028,3 milijuna USD za 1994. godinu. To je razdoblje velikoga političkog (ratnog) rizika u kojemu je, istodobno uspješno uveden stabilizacijski program, pa je inflacijska stopa iznosila 1149,7% na kraju 1993. godine, a -3,0% godinu dana nakon toga. Te, 1994. godine prvi je put zabilježen porast bruto domaćeg proizvoda (5,9%) nakon drastičnog pada s početka devedesetih godina. Realne kamatne stope, računane kao razlika između eskontne stope Hrvatske narodne banke i promjene razine cijena industrijskih proizvoda kod proizvođača, ipak nisu podignute na pozitivnu razinu. Ne smije se zaboraviti da bi te stope trebale biti ne samo pozitivne, nego i više od odgovarajućih stopa u zemljama s manjim faktorom rizika kako bi se izbjegao odljev kapitala.

Znatni preokret u smjeru kretanja kapitala uočen je 1995. godine. U zemlju je "pobjeglo" 1009,6 milijuna USD više nego što je izišlo. Prema Dooleyjevoj metodi, taj je iznos 1938,4 milijuna USD, što znači da je osim ulaska kapitala prema rezidualnoj metodi jedan dio do tada neprijavljene inozemne aktive službeno registriran u zemlji. To se može objasniti smanjenjem ratnog rizika te godine i, vjerojatno, povećanjem povjerenja u uspostavljenu stabilnost cijena i deviznog tečaja (stopa inflacije u 1995. godini iznosila je 3,7%, vrijednost kune prema euru od kraja 1993. do kraja 1995. godine čak je porasla s 7,2622 na 6,8122 HRK/EUR). Realne kamatne stope te su godine iznosile 7,8% i bile su bitno više nego u razvijenim zemljama

---

<sup>18</sup> O trenutnom stanju liberalizacije financijskog i kapitalnog računa, tj. o postojećim restrikcijama vidjeti Radošević, 1999.

<sup>19</sup> U prilog ovoj tvrdnji govori i slučaj Kine, gdje je usprkos strogim ograničenjima za kapitalne transakcije došlo do masovnog bijega kapitala devedesetih godina (Wu i Tang, 2000).

(Njemačka 1,3%, SAD 1,7%).<sup>20</sup> Također je 1995. godine, drugu godinu zaredom, zabilježen pozitivan rast BDP-a od čak 6,8%. Priljev kapitala u toj godini može se (barem djelomice) interpretirati kao povrat otprije odbjeglih sredstava, nakon nestanka rizika koji su prouzročili taj bijeg.

Trend neto bijega kapitala u zemlju nastavio se i sljedeće dvije godine, ali u malo manjim iznosima nego 1995. godine. Inflacijska stopa ostala je na otprilike istoj razini, što se može reći i za devizni tečaj kune prema euru. Međutim, realne su kamatne stope pale (s 5,1% 1996. godine na 3,6% godinu dana nakon toga), dok su u isto vrijeme u industrijskim zemljama porasle (u SAD-u su iznosile 2,7% 1996. godine čak 5% 1997. g.). Dakle, smanjena je razlika koja bi trebala kompenzirati dodatni rizik ulaganja u Hrvatsku, čime se može objasniti i smanjenje opsega priljeva kapitala.

Bijeg kapitala iz Hrvatske ponovno je zabilježen 1998. godine i iznosio je čak 1295,8 milijuna USD prema rezidualnom pristupu, i to usprkos porastu realne kamatne stope na 7,1%. Razina prijavljene inozemne aktive u istom je razdoblju porasla za gotovo milijardu dolara, tako da je opseg bijega prema Dooleyjevoj definiciji mnogo manji i iznosi 362,23 milijuna USD. Iznos bijega prema rezidualnom pristupu za 1999. godinu ponovno je poprimio negativnu vrijednost (-384,8 milijuna USD), što znači da je više kapitala ušlo u zemlju nego što je iz nje izišlo, a rezultat Dooleyjeve metode za tu je godinu pozitivan i iznosi čak 2341 milijun USD. Razlog tome je veliko smanjenje razine prijavljene inozemne aktive. Ta promjena sigurno nije rezultat promjene kamatne stope kapitaliziranja prihoda od investicija, već drastičnog pada tog prihoda s 308,6 milijuna USD 1998. godine na samo 186,7 milijuna USD godinu nakon toga. Dok je jedan od razloga koji su doveli do takvog razvoja vjerojatno činjenica da je vrijednost kune s obzirom na euro tijekom 1998. pala za 5,56%, a od kraja 1997. do kraja 1999. godine za 10,6%, mnogo se važnijim faktorom čini kriza banaka 1998. godine koja je dovela do gubitka povjerenja u bankarski sektor i do povlačenja depozita.<sup>21</sup> U prilog tom argumentu govori i smanjenje inozemne aktive poslovnih banaka tijekom tih dviju godina (inozemna aktiva poslovnih banaka smanjila se za 383,8 milijuna USD 1998, odnosno za 340,6 milijuna USD 1999. godine). Istodobno je 1999. godine zabilježeno povećanje inozemnih sredstava (valuta i depozita u podračunu ostalih ulaganja) ostalih sektora (prema HNB-u) za 710,2 milijuna USD. Ne smijemo zaboraviti da su prema pretpostavci iz trećeg poglavlja ti iznosi u financijskome i kapitalnom računu bilance plaćanja podcijenjeni. Usprkos tome, zahvaljujući njima, može se uočiti istodobno smanjenje inozemnih sredstava banaka i povećanje tih sredstava ostalih sektora, iz čega je jasno da postoji nepovjerenje u domaći bankarski sustav. Velik iznos bijega kapitala u 1999. godini prema Dooleyjevoj metodi može se objasniti činjenicom da je riječ o predizbornoj godini, kada je promjena vlasti bila poprilično izvjesna i kada je tadašnja oporba uporno najavljivala reviziju procesa privatizacije. U svih onih

---

<sup>20</sup> Podaci o realnim kamatnim stopama u Njemačkoj i SAD-u izračunani su prema statistikama Međunarodnoga monetarnog fonda (IMF, International Financial Statistics, 1998b).

<sup>21</sup> Kriza bankarskog sektora rezultirala je otvaranjem stečaja dvanaest banaka i štedionica, a za još osam ukinuto je odobrenje za rad.

koji su tijekom tog procesa obogatili (na ilegalan ili nemoralan način) pojavljuje se snažna želja za tajnošću posjeda kapitala koja je mogla rezultirati bijegom kapitala. Taj je motiv zasigurno i prije postojao i možda je i prije dovodio do bijega kapitala (koji se i ne mora vidjeti u procjenama u ovom radu jer može biti kompenziran drugim kretanjima kapitala u suprotnom smjeru), ali ne u tolikom iznosu kao 1999. godine, kada je najavljena revizija privatizacije.

Rezultat svega može biti zaključak da je bijeg kapitala iz Hrvatske od 1993. do 1999. godine prije svega posljedica političkih (ratnih) rizika i nestabilnoga makroekonomskog okružja prije 1995. godine, a potom, tijekom 1998. i 1999. godine, krize bankarskog sustava i najavljene revizije procesa privatizacije. Kriza bankarskog sustava umnogome je prouzročena loše riješenim problemom kontrole menadžmenta i poslovanja općenito. U početku je riječ o slaboj zakonskoj osnovi i/ili neučinkovitosti sudske vlasti, što se odražava u nedosljednoj primjeni zakona. Taj se problem može prenijeti i na sektor poduzeća, a posebice je očit u procesu privatizacije. Nakon nestanka ratnog rizika i oslobođenja okupiranih područja Hrvatske te i uspostave povjerenja u makroekonomsku stabilnost zemlje 1995. godine, u Hrvatsku je redovito priticjalo više kapitala nego što ju je napuštalo, i to sve do 1998. godine. Tada izbija bankarska kriza i eksponiraju se svi problemi nagomilani prethodnih godina zbog pogrešne ekonomske politike. Ponovno poljuljano povjerenje u domaće gospodarstvo prouzročilo je novi val bijega kapitala. Pri tome su profiti iz *rent-seeking* ponašanja političara i menadžera također "pobjegli" iz zemlje zbog očekivane smjene vlasti i najavljene revizije procesa privatizacije (1999. g.). Ako se uzme u obzir da je ratni rizik bio neizbježan, tj. da je rat Hrvatskoj nametnut, a da je makroekonomska nestabilnost naslijeđena, nameće se zaključak da je najvažniji činitelj bijega kapitala, a na koji se moglo znatno utjecati, zakonitost u procesu privatizacije, u poslovanju tvrtki (osobito banaka), tj. učinkovitost kontrole i primjene zakona, odnosno djelotvornost sudstva.

Opseg bijega kapitala tijekom 1998. i 1999. godine iznosio je 914 milijuna USD prema rezidualnom pristupu i čak 2703,2 milijuna prema Dooleyjevoj metodi. Bez obzira na sve nedostatke i nepreciznosti metoda procjene, sam red veličine rezultata pokazuje da je riječ o znatnim iznosima, koji su u ovom trenutku Hrvatskoj prijeko potrebni da bi svladala gospodarsku krizu i smanjila nezaposlenost. Potrebno je ponovno napomenuti da se tim dvjema metodama ne obuhvaća ilegalni dio izvoza kapitala (pogl. 3). Pokušaj da se barem dio takvog izvoza procijeni korekcijom lažnog fakturiranja osuđen je na neuspjeh zbog očitih nedostataka statističkog obuhvata međunarodne trgovine (pogl. 4). S obzirom na postojanje motiva za bijeg kapitala barem tijekom dijela promatranog razdoblja, može se pretpostaviti da je stvarni opseg bijega veći od procijenjenoga. Dodatni argument u prilog toj tezi jest činjenica da motivi za takvu vrstu izvoza kapitala (npr. pranje novca) manje ovise o makroekonomskim rizicima i varijablama, a često su povezani s kriminalnom djelatnošću i neslužbenim gospodarstvom te su na neki način stalna pojava u svakom gospodarstvu.



Zaključno se može reći da je za eventualni povrat kapitala u zemlju potrebno stvoriti poticajno i prije svega stabilno makroekonomsko okruženje i vratiti povjerenje u domaće banke i nacionalnu valutu, kao i u vladavinu zakona. Glede kapitala koji je iznesen iz zemlje zbog želje za tajnošću posjeda, što pak proizlazi iz nezakonitog načina njegova stjecanja, njegovo je otkrivanje i mogući povrat posao policije i sudstva.

## LITERATURA

1. BALCEROWICZ, L., 1996. Economic Transition in Central and Eastern Europe: Comparisons and Lessons. In: H. Kaminski ed. *Von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft*, 43-61. Frankfurt am Main : Lang.
2. BLEJER, I. and Škreb, M. eds., 1997. *Macroeconomic Stabilization In Transition Economies*. Cambridge ; New York ; Melbourne : Cambridge University Press.
3. BORCHERT, M., 1999. *Außenwirtschaftslehre - Theorie und Politik*, 6. izd. Wiesbaden : Gabler.
4. BRABANT, Jozef M. van, 1998. The political economy of transition. In: *Routledge studies of societies in transition*. London : Routledge.
5. BREUSS, F., 1998. *Außenwirtschaft*, Band 2. Wien ; New York : Springer Verlag.
6. BRÜGGERMANN, A., 1999. *Privatisierung und Restrukturierung in Mittel- und Osteuropa*. Amsterdam : Verlag Fakultas.
7. BUBAŠ, Z., 1999. *Die Besonderheiten der öffentlichen Verschuldung und deren Einfluß auf den kroatischen Finanzmarkt*. Doktorska disertacija. Wien : Wirtschaftsuniversität.
8. BUCH, C. M., HEINRICH, R. P. and PIERDZIOCH, C., 1999. *Foreign Capital and Economic Transformation: Risks and Benefits of Free Capital Flows*. *Kieler Studien* 295. Tübingen : Mohr Siebeck.
9. BÜNTJEN, C., 1994. *Kapitalflucht aus lateinamerikanischen Ländern*. Wiesbaden : Deutscher Universitätsverlag.
10. 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, 101-119.
11. CUMBY, R. and LEVICH, R., 1987. On the Definition and Magnitude of recent capital flight. In: D. R. LESSARD and J. WILLIAMSON eds. *Capital flight and Third World debt*, 27-67. Washington, DC : Institute for International Economics.
12. DEPPLER, M. and WILLIAMSON, M., 1987. Capital flight: Concepts, Measurement, and Issues. In: *Staff Studies for the World Economic Outlook, World Economic and Financial Surveys series*, 39-58. Washington, DC : International Monetary Fund.

13. DOOLEY, M. P., 1988. Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks. *IMF Staff Papers*, 35(3), 422-436.
14. DORNBUSCH, R., FISCHER, S. and STARTZ, R., 1998. *Macroeconomics*, 7. izd. New York : McGraw-Hill.
15. ERBE, S., 1985. The flight of capital from developing countries. *Intereconomics*, vol. 20, 268-275.
16. Federal Reserve Statistical Release, 2000. Available from: <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data.htm>
17. FELDERER, B. and HOMBURG, S., 1994. *Makroökonomik und neue Makroökonomik*, 6. izd. Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer Verlag.
18. FISCHER, S., 1997. *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*. Washington, DC : International Monetary Fund.
19. GEMÄHLICH, D., 1989. *Kapitalexport und Kapitalflucht aus Entwicklungsländern*. München ; Köln ; London : Weltforum Verlag.
20. GULATI, S. K., 1987. A note on trade misinvoicing. In: D. R. Lessard and J. Williamson, eds. *Capital flight and Third World debt*, 68-79. Washington, DC : Institute for International Economics.
21. HAVRYLYSHYN, O. and MACGETTING, D., 1999. *Privatisation in transition countries*. Washington, DC : International Monetary Fund.
22. HNB, 1993. *Bilten HNB*, brojevi 1-9. Zagreb : Hrvatska narodna banka.
23. HNB, 2000a. *Bilten HNB*, br. 51, Zagreb : Hrvatska narodna banka.
24. HNB, 2000b. *Banking System in 1998 : Surveys*. Zagreb : Hrvatska narodna banka.
25. IMF, 1996. *Balance of Payments Textbook*. Washington, DC : International Monetary Fund.
26. IMF, 1998a. *Direction of Trade Statistics Yearbook*. Washington, DC : International Monetary Fund.
27. IMF, 1998b. *International Financial Statistics Yearbook*. Washington, DC : International Monetary Fund.
28. KAMINSKI, H. ur., 1996. *Von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft*. Frankfurt am Main : Lang.
29. KHAN, M. S. and UL HAQUE, N., 1985. Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis. *IMF Staff Papers*, 32, 606-628.
30. KRUGMAN, P. R. and OBSTFELD, M., 1994. *International Economics*, 3. izd. New York : HarperCollins.
31. LAVIGNE, M., 1999. *The economics of transition*, 2. izd. Basingstoke : Macmillan.
32. LESSARD, D. R. and WILLIAMSON, J. eds., 1987. *Capital flight and Third World debt*. Washington, DC : Institute for International Economics.

33. LÖSCH, D., 1996. Der Weg zur Marktwirtschaft - Strategiediskussionen im Lichte der transformationspolitischen Erfahrungen. In: H. KAMINSKI ed. *Von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft*, 19-43. Frankfurt am Main : Lang.
34. MAENNING, W. and WILFLING, B., 1998. *Außenwirtschaft: Theorie und Politik*. München : Vahlen.
35. MANKIW, N.G., 1994. *Macroeconomics*, 2. izd. New York : Worth Publ.
36. MERVAR, A. ur., 1998. *Liberalizacija financijskog i kapitalnog računa platne bilance*. Zagreb: Ekonomski institut.
37. NOWOTNY, E., 1996. *Der öffentliche Sektor*, 3. izd. Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer Verlag.
38. OTRUBA, H., MUNDUCH, G. and STIASSNY, A., 1996. *Makroökonomik*, 2. izd. Wien ; New York : Springer Verlag.
39. RADOŠEVIĆ, D., 1999. *Capital restrictions in Croatia*. Available from: <http://www.hnb.hr>
40. SVOBODA, P., 1997. *Ökonomie der Reform und Transformation*, doktorska disertacija. Wien : Wirtschaftsuniversität.
41. VARMAN, B., 1989. Some remarks on the definition and magnitude of recent capital flight from developing countries. *Kredit und Kapital*, 22 (4), 565-597.
42. WALTER, I., 1987. The Mechanisms of Capital Flight. In: D. R. LESSARD and J. WILLIAMSON eds. *Capital flight and Third World debt*, 103-128. Washington, DC : Institute for International Economics
43. WU, F. and TANG, L., 2000. China's Capital Flight, 1990-1999: Estimates and Implications. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 3(1), 59-75.

### **G o r a n V u k š i ć : The flight of capital from Croatia: causes and extent**

#### *Summary*

*An effort is made in this article to cover in an empirical manner the scope of the flight of capital from Croatia in the 1993 to 1998 period. After a definition of the concept of flight of capital, an endeavour is made to define theoretically the determinants of international movements of capital in general, and thus of the flight of capital, with a particular reference to the process of transition. Three different methods for the empirical evaluation of the scope of the flight of capital are presented, and their shortcomings outlined. With a simultaneous evaluation using several methods it is possible to arrive at additional conclusions about the character of the phenomenon of the flight of capital.*

*Throughout the period under observation we can record a relatively small cumulative amount of flight and relatively large fluctuations in the results per year. It is shown that the macroeconomic instability and the war risk in Croatia at the beginning*

*of the observed period did lead to a flight of capital. After a temporary change in the direction of the movement of capital, in 1998, there was once again an outflux of considerable resources, which can be linked primarily with the banking sector crisis. In pre-election 1999 there was also a massive exodus of capital, and this took place using methods that show the desire to keep the possession of capital secret as the motivation for the flight.*

*Key words: flight of capital, Croatia, transition.*