

## **Osvrt Hrvatske narodne banke na Izvješće članova misije MMF-a o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a održanima 2011.**

Hrvatska narodna banka već se očitovala na tekst Zaključne izjave članova misije MMF-a, objavljen nakon njihovog posjeta u okviru redovitih konzultacija po članku IV. Statuta MMF-a. U tom očitovanju HNB je ustvrdio da je u razgovorima postignut visok stupanj suglasnosti o većini pitanja, ali i različito viđenje u dva slučaja. To je bila ocjena adekvatnosti visine međunarodnih pričuva i predložene izmjene načina provođenja deviznih intervencija.

U međuvremenu članovi misije MMF-a izradili su Izvješće za Republiku Hrvatsku te je o istom provedena rasprava na Odboru izvršnih direktora MMF-a. HNB ovim osvrtom želi prokomentirati pojedine točke tog Izvješća i ponovno se osvrnuti na dva ranije naznačena sporna pitanja novčane politike.

HNB se slaže s većinom preporuka misije MMF-a, poglavito s onima koje se odnose na potrebu ustrajnog i neodložnog provođenja strukturnih reformi s ciljem povećanja inozemne konkurentnosti gospodarstva, a koje, između ostalog, uključuju smanjenje fiskalnog deficita i restriktivnu politiku plaća. To je jedini zdravi način da se u narednim godinama stvore pretpostavke za postizanje viših stopa održivog gospodarskog rasta te smanje postojeće vanjske ranjivosti gospodarstva. HNB se također slaže s potrebom daljnjeg povećanja trenutno rekordno visokih međunarodnih pričuva, što pokazuje i svojim postupcima u praksi. Cilj jačanja rezervi je ublažavanje posljedica mogućih novih vanjskih šokova, a nastavak provođenja konzervativne regulatorne i supervizorske prakse u funkciji je očuvanja otpornosti financijskog sustava. Pritom se polazi od važnosti održavanja stabilnosti tečaja kao okosnice financijske i opće gospodarske stabilnosti.

HNB se, međutim, ne slaže s tvrdnjom misije MMF-a da su međunarodne pričuve relativno niske, već ponovo ističe da su one adekvatne. U ranijem očitovanju HNB-a već je obrazloženo što sveobuhvatna analiza adekvatnosti visine međunarodnih pričuva u našem specifičnom slučaju mora sadržavati. Takva analiza u Izvješću je izostala, što i tvrdnju misije MMF-a čini neuvjerljivom. Štoviše, rasprava o Izvješću na Odboru izvršnih direktora potvrdila je da ni pojedini izvršni direktori nisu uvjereni u analitičku potkovanost ocjene misije MMF-a o adekvatnosti naših međunarodnih pričuva.

Povezano s prethodnim, HNB se ne slaže s misijom MMF-a ni u njihovoj ocjeni da zbog relativno niskih međunarodnih pričuva i smanjenih prudencijalnih deviznih rezervi likvidnosti postoji ograničen opseg za odgovor HNB-a na tečajna kretanja na deviznom tržištu u predstojećem razdoblju, a ne slaže se niti s prijedlogom misije MMF-a o izmjeni tehnike provođenja deviznih intervencija. Smatramo potrebnim ponovo istaknuti da će HNB i nadalje, kao i do sada, koristiti sve raspoložive devizne, kunske i prudencijalne instrumente, uključujući po potrebi i intervencije na deviznom tržištu, neovisno o smjeru

tečajnih pritisaka, te upravljanje kunkskom likvidnošću, da bi se i nadalje osiguralo održivo povećanje deviznih pričuva zemlje i tečajna stabilnost. Intervencije na deviznom tržištu HNB će stoga i u narednim razdobljima provoditi neizmijenjenom tehnikom.

HNB je u više navrata ukazala misiji MMF-a da devizne intervencije u našem okruženju imaju iznimno važnu signalnu ulogu, pomoću koje HNB upravlja tečajnim očekivanjima. Promjena tehnike intervencija kako ju sugerira misija MMF-a gotovo bi sigurno rezultirala, preko nepovoljnog utjecaja na tečajna očekivanja i povjerenje tržišta, smanjenjem međunarodnih pričuva i/ili skokom kamatnih stopa, s posljedičnim nižim kreditnim rastom i negativnim utjecajem na krhki oporavak gospodarstva. To bi ujedno moglo utjecati na smanjenje kreditnog rejtinga zemlje. Moody's je tako u svojem najnovijem izvješću iznio da bi do smanjenja rejtinga za Hrvatsku moglo doći u slučaju trajnijeg slabljenja kune.

HNB se također ne slaže s tvrdnjom misije MMF-a da je politika stabilnog tečaja pridonijela akumuliranju ranjivosti povezanih uz pretjerano zaduživanje u inozemnoj valuti (euroizacija). Ne samo što se pretjerano zaduživanje u inozemnoj valuti dogodilo u mnogim zemljama u regiji neovisno o njihovom tečajnom režimu, nego je isto tako vrlo dobro poznato da je euroizacija u Hrvatskoj posljedica upravo suprotnog, to jest duge povijesti tečajnih nestabilnosti povezanih s razdobljima hiperinflacije iz predtranzicijskog i ranog tranzicijskog razdoblja. Važno je primijetiti da se euroizacija u Hrvatskoj primarno očituje u visokom udjelu deviznih depozita (i depozita uz valutnu klauzulu) u ukupnim depozitima uslijed kojih banke odobravaju kredite uz valutnu klauzulu da bi ujednačile tečajne izloženosti u svojim bilancama. Kao takva, euroizacija u Hrvatskoj se razlikuje od euroizacije u mnogim drugim zemljama Srednje i istočne Europe u kojima banke odobravaju značajan dio ukupnih kredita u inozemnoj valuti (ili uz valutnu klauzulu), premda stanovništvo pretežito štedi u nacionalnoj valuti. To je u tim zemljama tek posljedica činjenice da se banke zadužuju u inozemstvu (u inozemnoj valuti) te isti taj novac plasiraju "kod kuće" (uz valutnu klauzulu). Ta dva pojavna oblika euroizacije treba razlikovati. Dok promjenjivost tečaja može utjecati na smanjenje euroizacije u potonjem slučaju, u slučaju Hrvatske i svih onih zemalja kod kojih je euroizacija inducirana deviznom štednjom stanovništva upravo je suprotno. Naše praktično iskustvo jasno pokazuje da je stabilan tečaj, uz ostale monetarne i prudencijalne mjere, pridonosio postupnom, znatnom smanjenju visine euroizacije u razdoblju prije krize. Međutim, pojavom krize 2008. dolazi do obrata dugogodišnjeg trenda te započinje ponovni rast eurizacije koja tako krajem 2010. iznova dostiže razinu od oko 80%. Dokazano teška reverzibilnost trenda euroizacije, kao i činjenica da je globalna financijska kriza praktički u potpunosti izbrisala dugogodišnje pozitivne pomake u pogledu smanjenja euroizacije, potvrđuju koliko su duboko ukorijenjeni psihološki elementi vezani uz monetarne nestabilnosti iz prošlosti, te istovremeno obvezuju na oprez pri vođenju tečajne politike.

Kada je riječ o tečajnoj politici, HNB smatra potrebnim istaknuti i to da politika stabilnog tečaja u hrvatskim okolnostima ne čini provedbu strukturnih i fiskalnih reformi još nužnijom, kao što to misija MMF-a naznačuje u točki 16 svojeg Izvješća. Slijedom spomenute tvrdnje moglo bi se zaključiti da bi s

drugačijim tečajnim režimom provedba reformi bila manje nužna, a to nije točno. HNB-ovo viđenje je da strukturnim i fiskalnim reformama (s ciljem poboljšanja produktivnosti i vanjske konkurentnosti) nema zdrave alternative. Promjena tečajnog režima ne može supstituirati te reforme, niti može kupiti više vremena za njihovu provedbu. Osnovna je zadaća zato ubrzati strukturne reforme i fiskalnu konsolidaciju kako bi se smanjile vanjske ranjivosti.