

**Govor
Dubravka Radoševića,
savjetnika predsjednika Republike
Hrvatske za gospodarstvo
na
11. «Znanstveno stručnoj konferenciji»
pod nazivom
«Hrvatsko novčano tržište»,
9. svibnja 2008.,
u Opatiji, Hotel Milenij**

Ovaj rad predstavlja stručne stavove autora i ničim ne obavezuje
Ured predsjednika Republike Hrvatske, instituciju u kojoj autor
trenutačno profesionalno djeluje.

Poštovane gospođe i gospodo!

Zadovoljstvo mi je pozdraviti sudionike 11. Znanstveno stručne konferencije, koja se i ove godine održava u Opatiji, u organizaciji Hrvatskog novčanog tržišta i Ekonomskog fakulteta iz Zagreba!

Ovo savjetovanje uvijek je bilo zanimljivo, tim više, jer se trenutačno vode intenzivne rasprave o ključnim gospodarskim problemima Hrvatske!

Obzirom da je ovo znanstvena i stručna konferencija, mislim da nije primjeren politikantski govor. Zbog toga ću govoriti kao stručnjak, jer smatram da ovdje ekonomisti trebaju razmijeniti mišljenja, pa tek onda političarima i javnosti predlagati rješenja.

Međutim, **Predsjednik Republike Hrvatske ovlastio me je da kažem kako nije zadovoljan razinom komunikacije Guvernera Rohatinskog, koji je jučer uputio neke sasvim neprimjerene poruke.** To svakako nije način na koji se razgovara sa šefom države!

Predsjednik Republike, u svojim dosadašnjim istupima, uvijek se je zalagao za donošenje takvih mjera ekonomske politike, koje će potaknuti izvoz, destimulirati uvoz, te time potaknuti proizvodnju i otvaranje novih radnih mjesta u Hrvatskoj. To je točno! Na tome će dalje inzistirati!

Uostalom, zar “pokrivenost uvoza izvozom” u prva tri mjeseca ove godine nije na najnižoj razini od osamostaljenja Hrvatske, dok je vanjski dug najviši od osnutka hrvatske države?

Ali, niti Predsjednik Republike, niti njegovi savjetnici nisu se zalagali za devalvaciju, već za razmatranje svih opcija koje bi riješile nagomilane gospodarske probleme. Zbog toga se treba okrenuti razumnom traženju najboljih rješenja, kako bi se pokrenulo gospodarstvo!

Poštovane gospođe i gospodo!

Tema mojeg izlaganja tekuća je makroekonomska politika u 2008. godini; strategija ulaska Hrvatske u Europsku monetarnu uniju; te

ograničenja ekonomske politike, uslijed euorizacije! Dozvolite da iznesem svoje poglede!

Ekonomski rast u Hrvatskoj usporava se, ali još uvijek je visok. Procjene rasta BDP-a vrlo su oprezne, a kreću se oko razine od oko 4 posto, koja je, prema nekim analizama, „prirodna stopa rasta“ Hrvatske.

Bilo bi dobro ako bi se u 2008. godini ostvarila **planirana stopa rasta** BDP-a od 4,5 posto, **inflacija** od oko 5 posto i **proračunski deficit** ispod 3 posto BDP-a. **Inozemni dug** dosegnuo je razinu od 89 posto BDP-a, odnosno 33,4 milijardi eura, krajem prošle godine!

Ključni izazovi ekonomske politike Hrvatske u 2008. godini su, prema mojem mišljenju, kontrola inflacije i usporavanje rasta inozemne zaduženosti.

Ove godine inflacija je udvostručena, a zbog otklanjanja disperiteta cijena električne energije i plina, te nafte krajem godine i početkom 2009. godine - mogući su još jači inflatorni pritisci,.

HNB bi, zbog toga, morala utvrditi koja je to optimalna stopa inflacije u Hrvatskoj, kao najniža stopa inflacije koja je konzistentna sa najnižom mogućom, tzv. „prirodnom stopom nezaposlenosti“ i najvišom stopom ekonomskog razvoja, koje je moguće ostvariti u ovoj godini.

To bi trebala biti „ciljana inflacija“ koja se planira ostvariti u ovoj godini. Primjerice, ECB je kao ciljanu stopu inflacije, koja je primarni cilj monetarne politike, odredila stopu od 2 posto.

Moguće je da HNB primjeni tzv. „two pillars strategy“ Europske centralne banke: ciljanu inflaciju i planirani rast monetarnog agregata (M3), kao međucilja monetarne politike.

Naime, ako bi HNB najavila restriktivnu monetarnu politiku kroz utvrđivanje formalne targetirane inflacije, tada bi stupanj restriktivnosti mogao biti manji, sa nižim troškovima dezinflacije.

Takva strategija pokazala je vrlo dobre rezultate upravo kod „troškovne inflacije“ nastale uslijed vanjskog šoka, kakva je trenutačno inflacija u Hrvatskoj.

Najava formalno ciljane inflacije (primjerice, na razini oko 5 posto, za 2008. godinu), koju će HNB braniti svim raspoloživim instrumentima monetarne politike, ključni je element zadobivanja povjerenja u komunikacijskoj strategiji centralne banke, jer se centralna banka čvrsto obvezala da će ostvariti svoj primarni cilj (engleski, „commitment technology“).

Tako se može na jednostavan način ocjenjivati uspješnost monetarne politike i utvrditi odgovornost HNB i njezinog guvernera u ostvarivanju monetarne politike.

Komunikacijska strategija centralne banke, s druge strane, predstavlja specifičan način komunikacije centralne banke sa javnosti, u kojoj se objašnjava monetarna politika, strategija centralne banke, ocjene središnje banke o budućim gospodarskim kretanjima i razlozi usvajanja pojedinih odluka.

Nova komunikacijska strategija HNB morala bi sadržavati sve najvažnije aspekte targetiranja inflacije.

Konkretno, HNB bi morala objavljivati tzv. „izvještaj o inflaciji“ (engleski, „inflation report“) i to

svaka tri mjeseca, a ne dva puta godišnje, kao do sada, sa projekcijama inflacije rasta BDP-a i nezaposlenosti u naredne dvije do tri godine.

HNB ima visoki stupanj nezavisnosti. Ali, isto tako morala bi biti više otvorena javnosti, morala bi više objašnjavati zašto je poduzela neke mjere, koje efekte očekuje i trebala bi preuzeti veći stupanj odgovornosti za svoju politiku.

Primjerice, neke centralne banke (Američki FED, Engleska banka, i druge) objavljuju na Internetu zapisnike sa sastanaka Savjeta guvernera, kako bi se bolje shvatilo kakva su mišljenja zastupali pojedini članovi i na osnovi kojih argumenata je usvojena neka konkretna mjera centralne banke.

Transparentnost monetarne politike HNB vrlo je važna za sve sudionike na financijskim tržištima, obzirom da centralne banke nemaju politički legitimitet, te odgovaraju parlamentu.

Poštovane gospođe i gospodo!

Ovih dana vodile su se vrlo intenzivne rasprave o tečajnoj politici. Ovdje ima dosta nesporazuma!

Glavni izazov monetarne politike trenutačno nije deprecijacija, već kako spriječiti daljnju aprecijaciju kune; koja negativno djeluje na izvoz, povećava uvoz i deficit platne bilance, te potiče rast inozemnog zaduživanja. To bi trebalo svima biti jasno.

Osim toga, ekonomska politika Hrvatske mora se voditi u skladu sa kriterijima EU, pa je „manevarski prostor“ kreatora makroekonomske politike dosta ograničen.

Zbog toga smatram da se monetarna i tečajna politika mogu promatrati jedino u kontekstu hrvatske konvergencije gospodarstvima Europske unije!

Ovaj proces, prema našim procjenama, odvijat će se u tri faze, (pod pretpostavkom ulaska Hrvatske u članstvo EU 2011.): prva faza, hrvatski monetarni suverenitet od 2008. – 2011.; druga, ulazak u ERM2, odmah nakon ulaska u EU, od 2011. do 2015. godine; i, treća, posljednja faza, euroizacija - 2016. godine!

Ovime su dugoročni ciljevi ekonomske, monetarne i tečajne politike unaprijed zadani. Mi možemo djelovati samo na brzinu ovog procesa.

Strategija ulaska u EMU

Svaka članica Europske unije, nakon akcesije, postaje članicom Europske monetarne unije, ali uz derogaciju napuštanja nacionalnog monetarnog suvereniteta i uvođenja eura, kao vlastite valute.

Proces ulaska u EMU složen je i odvija se u nekoliko faza: ulazak u mehanizam ERM2; ostvarivanje kriterija iz Maastrichta; te konačna konverzija vlastite valute u euro i usvajanje eura, kao nacionalne valute.

Svaka članica EU sama određuje brzinu procesa eurizacije i ulaska u EMU. Članstvo u EU ne predmijeva nikakve formalne obaveze u pogledu brzine ulaska u ERM2 ili zadovoljavanja kriterija iz Maastrichta, ili uvođenja eura.

Za potpunu eurizaciju, ključno je zadovoljavanje kriterija iz Maastrichta, kao testa uspješne konvergencije. Sporazum iz Maastrichta

temelji se na principima gradualizma i konvergencije.

Na ovaj način, određena je osnovna strategija ulaska Hrvatske u EMU, jer se Sporazum iz Maastrichta temelji na principima gradualizma i konvergencije. U trenutku kada članica zadovolji sve kriterija iz Maastrichta, može neopozivo usvojiti euro.

Članica EU može se pridružiti monetarnoj uniji samo kada zadovolji slijedeće kriterije:

- (1) ostvaruje stopu inflacije koja nije viša od 1,5 posto, iznad prosjeka tri zemlje eurozone sa najnižom inflacijom;
- (2) dugoročne kamatne stope nisu više od 2 posto, iznad prosjeka tri zemlje eurozone sa najnižom inflacijom;
- (3) pridružila se tečajnom mehanizmu ERM2 i nije devalvirala vlastitu valutu dvije godine prije ulaska u EMU;
- (4) ostvaruje budžetski deficit u visini od najviše 3 posto BDP-a (ako to nije slučaj, tada deficit mora konstantno smanjivati, kako bi se ostvario do razine od 3 posto);
- (5) njezin javni dug ne prelazi razinu od 60 posto BDP-(ako to nije slučaj, tada se javni

dug mora stalno smanjivati, kako bi se ostvario na poželjnoj razini).

Zanimljivo je vidjeti zašto je Sporazum iz Maastrichta težište stavio na kriterije konvergencije prije ulaska u EMU (inflacija; kamatne stope; fiskalna politika), dok teorija optimalnih valutnih područja predmijeva uglavnom mikroekonomske preduvjete za uspješnu monetarnu uniju?

U osnovi, primjena kriterija konvergencije predstavlja primjenu „policy mixa“, specifične kombinacije restriktivne fiskalne i restriktivne monetarne politike, koje su konzistentne sa politikom stabilnog tečaja eura.

Upravo u ovome aspektu primjene konvergencijskih kriterija, brojni ekonomisti vide ključni problem, jer su članice EU morale smanjivati javni dug i fiskalni deficit, a, u isto vrijeme, snižavati domaću inflaciju.

U mnogim zemljama EU takva je makroekonomska politika djelovala deflatorno, dok su tzv. „strukturne“ rigidnosti zadržavale nezaposlenost visokom.

Strategija ulaska u ERM2

Osnovna svrha mehanizma ERM2 priprema je za puno članstvo u EMU. ERM2 ima za cilj da usmjerava tržišna očekivanja i da se provjerava održivost središnjeg pariteta tečaja domaće valute, vezanog za euro. Mehanizam ERM2 ima nekoliko važnih komponenti:

- (1) Margine, granice fluktuiranja tečaja određene valute u odnosu na tečaj eura.
- (2) ECB može suspendirati (deviznu) intervenciju (nacionalne središnje banke), ako je ugrožena stabilnost cijena.
- (3) Promjene središnjeg pariteta (engleski, "realignment") mora se izvršiti na vrijeme i organizirano, ako i kada to postane nužnim.

ERM2 zamijenio je prethodni tranzicijski tečajni mehanizam ERM, u siječnju 1999. godine. Ali, bitna razlika je u određivanju znatno širih raspona fluktuiranja tečajeva sa prijašnjih +/- 2 posto (kod ERM), na +/- 15 posto (kod ERM2) u odnosu na središnji paritet. Varijabilnost tečajeva u okviru dozvoljenih raspona plivanja, konzistentna je sa kriterijem stabilnosti tečaja!

U osnovi, očekuje se da zemlja ostane u ERM2 mehanizmu najmanje dvije godine, ali može i dulje od toga razdoblja. Sve zavisi od realne i nominalne konvergencije.

Financiranje ECB može biti vrlo kratkoročno, najdulje do tri mjeseca (tzv. “very short term financing facility” – VSTFF).

Ali, u praksi se očekuje da članica ERM2 djeluju kroz promjenu kamatnih stopa ili deviznim intervencijama, prije nego dođe u opasnost zadržavanje tečaja u okviru dozvoljenih margina i središnjeg pariteta.

U osnovi, ERM2 predmijeva slobodno fluktuiranje tečaja u okviru dozvoljenih margina, a oko središnjeg pariteta, uz istovremenu liberalizaciju kapitalnih tokova.

Međutim, ako nastupe poremećaji u bilanci plaćanja, tada se mogu koristiti kapitalne restrikcije.

Strategija uvođenja eura

Zemlje koje se pripremaju za eurizaciju, morat će prethodno zadovoljiti kriterije iz Maastrichta.

Prije uvođenja eura, makroekonomske politike morale bi se usmjeriti na nekoliko područja: smanjivanje budžetskog deficita; snižavanje inflacije ili zadržavanje niske inflacije; te određivanje središnjeg pariteta (tečaja nacionalne valute prema euru) i smanjivanje varijabilnosti aktualnog tečaja u odnosu na središnji paritet.

Sve to morat će se implementirati u uvjetima liberalizacije kapitalnih tokova. U osnovi, tri su važna aspekta strategije uvođenja eura:

- (1) Monetarna, fiskalna i strukturna politika moraju biti usmjerene na neometani ulazak u EMU.
- (2) Monetarna politika morala bi biti tako osmišljena da osigura maksimalnu zaštitu od poremećaja na tržištima kapitala. U osnovi, radi se o definiranju monetarne strategije, koja je konzistentna sa ERM2 i koja može osigurati zadovoljavanje kriterija stabilnosti tečaja.
- (3) Mogući vremenski okvir za uključivanje u ERM2 mora biti vrlo pažljivo osmišljen.

Na dulji rok, ako makroekonomske politike nisu usklađene sa zahtjevima za uvođenje eura, monetarna strategija imat će još veće značenje.

U tom kontekstu, moramo analizirati četiri ključna aspekta makroekonomske politike usmjerene na usvajanje eura, te ulazak članice EU u EMU.

To su: smanjivanje fiskalnog deficita; kontrola inflacije i stabiliziranje deviznog tečaja; izbor središnjeg pariteta; te monetarna strategija.

- (1) U ostvarivanju kriterija iz Maastrichta ključno je smanjivanje fiskalnog deficita. Ovdje je posebno važno izračunati tzv. "strukturni fiskalni deficit", koji omogućuje anticikličko djelovanje fiskalne politike. Fiskalna prilagodba zahtijeva promjene u strukturi javnih rashoda (smanjivanje udjela države u BDP-u, subvencija i socijalnih transfera; te promjenu javnih izdataka za infrastrukturu; mirovinsku reformu, fiskalnu devoluciju, itd.).
- (2) Kontrola inflacije predstavlja jednog od najvažnijih kriterija iz Maastrichta. U promatranom razdoblju inflacija ne bi smjela biti viša od prosjeka u tri zemlje

eurozone sa najnižom inflacijom, uvećano za marginu (od 1,5 postotnih poena). Neki autori predlažu da se u tome koristi druga osnovica, ciljana inflacija Evropske centralne banke (od oko 2 posto). Prema ovim interpretacijama, inflacijski kriterij po Maastrichtu iznosio bi oko 3,5 posto. Drugi problem u određivanju inflacijskog kriterija nalazi se u djelovanju Balassa – Samuelson efekta na inflaciju, posebice u razdoblju kada su nominalni devizni tečajevi stabilni, u okviru ERM2. Ukratko, brži rast produktivnosti u tradables sektoru u odnosu na non – tradables, dovest će do bržeg rasta cijena u non – tradables od onog u tradables sektoru. To je suština B-S efekta. Sa B-S teoremom, povezan je, ali različit po svojim posljedicama, tzv. Baumol – Bowen efekt. B-B efekt govori o tome da u okviru ukupne nacionalne ekonomije postoji tendencija bržeg rasta cijena u sektoru usluga (obrazovanje, bankarstvo, zdravstvo, etc.), iako je rast produktivnosti u ovim djelatnostima sporiji od rasta u kapitalno intenzivnim djelatnostima (industriji). Ukratko, cijene usluga rastu brže zbog utjecaja rasta produktivnosti (i

rasta cijena) u industriji. B-S efekt važan je za proces konvergencije Evropskoj monetarnoj uniji. Ako je razlika u rastu produktivnosti između tradables i non – tradables sektora veća u zemljama koje žele postati članicama eurozone od rasta u zemljama eurozone, tada će – pod pretpostavkom fiksnog tečajnog režima – B-S efekt rezultirati povećanjem inflacije i aprecijacijom realnog tečaja. U uvjetima fleksibilnijeg tečajnog režima, B-S efekt rezultirat će nominalnom aprecijacijom i inflacijom. U takvim uvjetima, uslijed djelovanja B-S efekta, kod fiksnog tečajnog režima, vlasti se mogu odlučiti za primjenu vrlo restriktivne fiskalne i monetarne politike, što će negativno djelovati na ekonomski rast i zapošljavanje. U uvjetima fleksibilnijeg tečajnog režima, monetarne vlasti se dozvoliti brzu aprecijaciju tečaja, što će dovesti do snažnih priljeva kapitala i smanjivanja međunarodne konkurentnosti ukupne privrede. Brojne su empiričke studije, u kojima se nastoji kvantificirati B-S efekt. Zanimljive su implikacije B-S efekta na tranzicijske ekonomije, te Hrvatsku. Naime, inflacijski kriterij za zadovoljavanje uvjeta iz Maastrichta, izračunava se na

temelju prosjeka inflacije u tri zemlje eurozone sa najnižom inflacijom, uvećano za marginu od 1,5 postotnih poena. S druge strane, "održiva" stopa inflacije (engleski, „sustainable“ inflation rate) mogla bi se izračunati na temelju prosjeka inflacije u tri zemlje eurozone sa najnižom inflacijom, uvećano za procjenu B-S efekta. To bi bila indikacija tzv. „dozvoljene“ stope inflacije (engleski, „permissible“ inflation rate), stope inflacije koja je iznad Maastrichtskog inflacijskog kriterija u eurozoni uvećanog za B-S efekt, odnosno za efekte realnog fenomena na kojeg monetarne vlasti nemaju utjecaja. Prema ovoj metodologiji, Maastrichtski inflacijski kriterij u slučaju Hrvatske bio bi zadovoljen ako bi domaća inflacija iznosila oko 4 posto na godišnjoj razini (ciljana inflacija ECB od oko 2 posto, plus 1,5 postotnih poena margina, te sve uvećano za B-S efekt od 0,2 postotnih poena; to daje kumulativ inflacije od 3,7 posto). Naime, umjesto prosjeka inflacije u tri zemlje eurozone sa najnižom inflacijom, trebalo bi uzeti u kalkulaciju ciljanu inflaciju Evropske centralne banke od oko 2 posto godišnje. Tako bi tzv. "dozvoljena" stopa

inflacije (engleski, “permissible” inflation rate) za Hrvatsku mogla iznositi 2,2 posto (ciljana inflacija ECB od 2 posto, uvećano za B-S efekt od 0,2 posto). Slobodnija interpretacija “dozvoljene” stope inflacije mogla bi za Hrvatsku biti oko 5 posto, ako se u kalkulaciju uzme u obzir prosječna stopa inflacije u eurozoni, početkom 2008. godine, od 3,2 posto, uvećano za dozvoljenu marginu od 1,5 postotnih poena i B-S efekt (za Hrvatsku).

- (3) Izbor središnjeg pariteta tečaja izuzetno je važan element u zadovoljavanju kriterija iz Maastrichta. Ako je izbor središnjeg pariteta izvršen pravilno, tada će se po tom paritetu izvršiti i konverzija nacionalne valute u euro. Ukratko, središnji paritet bitan je za određivanje “tečaja konverzije” (engleski, “conversion rate”). Također, izbor središnjeg pariteta direktno utječe na konkurentnost privrede i ekonomski rast, čak i nakon izlaska iz ERM2. U određivanju središnjeg pariteta, polazi se od utvrđivanja tzv. “ravnotežnog” deviznog tečaja (engleski, “equilibrium exchange rates”). Postoje različite metode procjene ravnotežnog tečaja. Procjene ravnotežnog tečaja relativno su neprecizne, pa je

potrebna posebna strategija za njegovo utvrđivanje, kao niza različitih pariteta koji su aproksimacija ravnotežnog tečaja. Osnovna strategija u utvrđivanju središnjeg pariteta, odnosno ravnotežnog tečaja procjena je utjecaja tržišta na tečajeve u okviru ERM2. Tržišni pariteti dat će korisne informacije o optimalnom paritetu. Osnovni problem ERM2 je u "asimetričnosti" kriterija tečajne stabilnosti. Naime, korekcije pariteta u smislu devalvacije nisu dozvoljene u razdoblju od najmanje dvije godine. Ali, dozvoljena je revaloracija, aprecijacija tečaja, odnosno središnjeg pariteta. To pokazuje koliko je zahtjevno i rizično određivanje središnjeg pariteta u okviru ERM2 mehanizma, zbog asimetričnog kriterija stabilnosti tečaja. Npr. kod određivanja središnjeg pariteta treba uzeti u obzir pretpostavku da će do stanovite aprecijacije doći zbog djelovanja B-S efekta. To bi značilo da bi se središnji paritet morao određivati iznad aktualnog tržišnog tečaja, za marginu dozvoljene aprecijacije, koja je dovoljna da apsorbira očekivanu aprecijaciju ravnotežnog pariteta (zbog B-S efekta). Optimalna strategija određivanja središnjeg pariteta

mogla bi biti u određivanju ravnotežnog tečaja negdje oko razine tržišnog pariteta, dok u okviru ERM2 treba voditi stabilizacijske makroekonomske politike. Ukratko, “policy mix” fiskalne i monetarne politike mora biti konzistentan sa odgovarajućom targetiranom inflacijom. U slučaju Evropske monetarne unije, središnji paritet, kao ravnotežni paritet, bio je određen prema tržišnom tečaju. Tako su dana 1. siječnja 1999. godine devizni tečajevi nacionalnih valuta bili neopozivo vezani za euro. Pariteti za konverziju (nacionalnih valuta za euro) morali su biti jednaki tržišnim paritetima ovih valuta prema ECU na dan zatvaranja deviznih tržišta per 31. prosinca 1998. godine.

- (4) Monetarni okvir u strategiji eurizacije vrlo je važan. Monetarna politika u ERM2 mora biti usmjerena na nekoliko ciljeva: kontrolu inflacije, održavanje deviznog tečaja na konkurentskoj razini i ostvarivanje kriterija stabilnosti tečaja. To se može ostvariti primjenom monetarne strategije tzv. “targetiranja inflacije”. U okviru ERM2, radi se o nekoj vrsti “hibridnog” targetiranja inflacije, ciljanja inflacije i deviznog tečaja, sa time da devizni tečaj treba zadržati u

okviru margina plivanja. Instrumenti za primjenu ovakve monetarne strategije su politika kamatnih stopa i devizne intervencije. Druga je mogućnost, primjena strategije targetiranja deviznog tečaja, u okviru ERM2.

Poštovane gospođe i gospodo!

Početak ožujka ove godine, Misija MMF-a konstatirala je da se ekonomski rast ubrzao u 2007. godini „ali su zabrinjavajuće eksterne neravnoteže nastavile rasti“, te da je „financijski sektor zdrav, ali je suočen sa rizicima koji proizlaze iz brzog rasta. Krajem prošle godine, stručnjaci Oxford Analytice svrstali su nas na peto mjesto u svijetu po riziku credit cruncha.

Jučer je Guverner HNB najavio mogućnost nastanka financijske krize u Hrvatskoj i rezervni plan HNB, za sprečavanje „kreditnog loma“!

To ohrabruje, jer točno prije deset godina – 1998. godine – u Hrvatskoj je izbila velika financijska kriza sa lošim posljedicama. HNB tada nije imala takav plan!

Kotrolama središnje banke mora se očuvati stabilnost financijskog sustava. Nobelovac Stiglitz i Greenwald, smatraju da liberalizacija financijskih tržišta i tržišta kapitala moraju biti popraćeni sa pažljivom primjenom prudencijalnih kontrola, kako bi se sačuvala stabilnost financijskog (i bankovnog) sustava.

Polazeći od teze da regulator ima imperfektne informacije i banke može kontrolirati samo indirektno, nova teorija regulacije banaka postaje klasičnim problemom odnosa između „principala i agenta“.

Regulator (principal) primjenom kontrola pokušava utjecati na ponašanje banaka (agent), kako bi banke više djelovale u skladu sa društvenim ciljevima.

Problem asimetričnih informacija (između dužnika i kreditora) od manje je važnosti, u odnosu na problem moralnog hazarda, koji je ključni faktor u nastanku financijskih kriza.

Zbog toga, smatra se da bi se morali preferirati „cjenovni mehanizmi“ (financijske regulacije), koji direktno utječu na glavni uzrok problema, razliku između društvenih i privatnih koristi (ciljeva).

Ali, u nemogućnosti da se direktno utječe na razliku između društvenih i privatnih koristi, poželjno je korištenje cijelog niza različitih instrumenata; cjenovnih, ali i kvantitativnih mehanizama.

Poštovane gospođe i gospodo!

Nužno je ukazati na restrikcije kojima se limitira izloženost banaka rizicima kratkoročnog inozemnog zaduživanja ili/i valutne neuslađenosti (engleski, „currency mismatch“) aktive i pasive u bilancama banaka, što dovodi do rizika promjene tečaja i financijskih kriza.

Primjerice, ekonomije sa visokim stupnjem izloženosti deviznom riziku blokirane su u makroekonomskoj politici: prednosti koje ostvare povećanjem izvoza (uslijed devalvacije), izgubit će nastankom gubitaka u bilancama banaka (negativne tečajne razlike).

Zbog toga je vrlo važno kontrolirati devizni rizik u domaćem financijskom (bankovnom) sustavu, kako bi se rizik reducirao na prihvatljivu razinu (mjereno njegovim udjelom u kapitalu banaka).

Konkretno, povećana fleksibilnost tečajnog režima nije moguća bez adekvatne kontrole deviznog rizika u financijskom sustavu; obzirom da je prijenos inflatornih efekata (zbog deprecijacije domaće valute) vrlo limitiran, uslijed djelovanja „exchange rate pass - through“ teorije.

Dakle, mnogo važnije je djelovanje deviznog rizika na bilance banaka, tzv. „balance – sheet“ problem. Ovo je izuzetno važna konstatacija, koja implicitno pokazuje zašto su hrvatski kreatori monetarne i ekonomske politike „blokirani“ u promjenama ekonomskih politika.

Na primjeru Hrvatske, navedene teoretske pretpostavke mogu se sasvim empirički potvrditi. Djelovanje teorije prijenosa efekata deprecijacije tečaja na domaću inflaciju u Hrvatskoj, potvrdili su 2002. godine ekonomisti MMF-a. Isto se odnosi na efekte promjene deviznog tečaja i kamatne stope na međunarodnim tržištima kapitala na bilance hrvatskih banaka.

Koristeći tzv. „bilančni pristup“ (engleski, „balance - sheet approach“, BSA), MMF je u veljači 2007. godine izradio analizu bilanci svih glavnih sektora hrvatske ekonomije, radi procjene ranjivosti, osjetljivosti bilanci na negativne šokove.

BSA je metoda za analizu nacionalne ekonomije kao sistema međusobno povezanih sektorskih bilanci.

Dok se tradicionalna makroekonomska analiza koristila analizom agregatnih varijabli „tokova“ (primjerice, fiskalni računi ili platna bilanca); BSA je usmjeren na „stanja“ (npr. aktiva i pasiva financijskog sustava).

U BSA se konstruiraju detaljne bilance glavnih sektora nacionalne ekonomije, radi analize ročne, valutne i kapitalne neuslađenosti, te međusektorske povezanosti.

BSA može osigurati uvid u strukturne neusklađenosti bilanci pojedinih sektora nacionalne ekonomije, te s time povezanu, procjenu ranjivosti ekonomije na različite šokove.

Za Hrvatsku, bilance su izrađene za razdoblja krajem 2000. i 2005. godine. Zbirni bilančni podaci za hrvatsku ekonomiju pokazuju značajno pogoršavanje neto eksterne pozicije Hrvatske u razdoblju od 2000. do 2005. godine.

Primjerice, **bruto inozemno zaduženje Hrvatske** poraslo je sa 60,6 (neto inozemno zaduženje – 28,7) na 82,5 posto BDP-a (neto inozemno zaduženje – 42,9).

Negativna neto inozemna pozicija svih sektora hrvatske ekonomije ostvarila je rast sa 22 na 40 posto BDP-a.

Na to su najviše utjecale negativna eksterna pozicija privatnog nefinancijskog sektora i javnog sektora; dok su pozitivne neto eksterne pozicije bile ostvarene kod privatnog financijskog sektora i središnje hrvatske banke.

Ukratko, **potencijalna ranjivost hrvatskog financijskog sustava** proizlazi iz njegove znatne negativne pozicije u odnosu na nerezidente i zbog kreditne izloženosti prema domaćem nefinancijskom sektoru.

Senzitivna analiza bilanci u odnosu na financijske šokove (rizik deprecijacije tečaja i/ili porasta kamatnih stopa u inozemstvu), pokazuje da su najranjivije privatne nefinancijske koproracije.

Zaključno, bilančna analiza pokazala je vrlo visoki stupanj ranjivosti hrvatske ekonomije na promjenu tečaja, uslijed visokog stupnja euroizacije!

Ukratko, brzi rast kredita i inozemno zaduživanje, uz slabu kontrolu centralne hrvatske banke, uzrokovali su kumuliranje visoke razine neto obveza kod privatnog nefinancijskog sektora.

U uvjetima visoke euroizacije, iznenadne i veće promjene deviznog tečaja mogu imati izrazito negativne bilančne efekte. To je nesporno!

S druge strane, povećana ranjivost financijskog sustava implicira još većim značenjem uvođenja mjera prudencijalne kontrole i supervizije banaka od strane HNB!

To podrazumijeva bolju kontrolu i upravljanje rizicima banaka, te stvaranje deviznih obveza banaka i izloženosti deviznim rizicima kod neosiguranih klijenata.

Zbog toga smatram da je krajnje neprihvatljivo da Hrvatska narodna banka još nije završila svoje (prvo) „Izvješće o

financijskoj stabilnosti“, radi procjene rizika u financijskom sustavu!

Poštovane gospođe i gospodo; dozvolite mi, na kraju, kratki sažetak!

Ključni izazov ekonomske i monetarne politike bit će kontrola inflacije i očuvanje stabilnosti financijskog sustava od asimetričnih šokova.

Hrvatska pregovara o ulasku u punopravno članstvo Europske unije.

Dugoročni ciljevi makroekonomske politike – posebice monetarne i tečajne politike - utvrđeni su procesom pregovora o akcesiji u EU/EMU.

Ulazak u EMU odvijat će se postupno u tri faze, (pod pretpostavkom ulaska Hrvatske u članstvo EU 2011. godine): prva faza, hrvatski monetarni suverenitet od 2008. – 2011.; druga, ulazak u ERM2, odmah nakon ulaska u EU, od 2011. do 2015. godine; i, treća, posljednja faza, euroizacija - 2016. godine.

Negativna neto inozemna pozicija svih sektora hrvatske ekonomije ostvarila je rast sa 22 na 40

posto BDP-a. To ne daje dovoljan manevarski prostor za kreatore ekonomske i monetarne politike.

Potrebna je bolja kontrola financijskog sustava od strane centralne banke; posebice deviznog rizika i rizika promjene kamatnih stopa.

Hvala na pažnji!

