

# ZNAČAJ PROCESA EUROIZACIJE ZA GOSPODARSTVO HRVATSKE

---

Šego, Lidija

Master's thesis / Diplomski rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:837130>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-15**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI



SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET SPLIT



DIPLOMSKI RAD

# ZNAČAJ PROCESA EUROIZACIJE ZA GOSPODARSTVO HRVATSKE

**Mentor:**

**Prof.dr.sc. Pečarić Mario**

**Studentica:**

**Šego Lidija univ.bacc.oec**

**Split, kolovoz 2016.**

# SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b> .....	3
<b>1.1. Problem i predmet istraživanja</b> .....	3
<b>1.2. Ciljevi i doprinos istraživanja</b> .....	6
<b>1.3. Istraživačke hipoteze i metode istraživanja</b> .....	6
<b>1.4. Sadržaj i struktura diplomskog rada</b> .....	7
<b>2. POJMOVNO ODREĐENJE EUROIZACIJE</b> .....	8
<b>2.1. Pojam i radna definicija euroizacije</b> .....	8
<b>2.2. Vrste financijske euroizacije i njihove karakteristike</b> .....	9
<b>2.2.1. Neslužbena euroizacija</b> .....	9
<b>2.2.2. Poluslužbena euroizacija</b> .....	10
<b>2.2.3. Službena euroizacija</b> .....	11
<b>2.2.4. Monetarna unija</b> .....	12
<b>3. PREDNOSTI I NEDOSTATCI EUROIZACIJE</b> .....	14
<b>3.1. Uzroci (ne)službene euroizacije</b> .....	14
<b>3.2. Prednosti i troškovi euroizacije</b> .....	17
<b>3.3. Proces deeuroizacije</b> .....	19
<b>4. ANALIZA EUROIZACIJE U HRVATSKOJ</b> .....	23
<b>4.1. Političko i gospodarsko okružje i euroizacija u Hrvatskoj</b> .....	23
<b>4.2. Stupanj euroizacije depozita i kredita u hrvatskim bankama</b> .....	26
<b>4.2.1. Euroizacija depozita u hrvatskim bankama</b> .....	26
<b>4.2.2. Euroizacija kredita u hrvatskim bankama</b> .....	31
<b>4.3. Usporedba Hrvatske sa zemljama regije</b> .....	36
<b>4.4. Valutne klauzule i njihova primjena u Hrvatskoj</b> .....	40
<b>4.5. Ograničenja monetarne politike u situaciji euroizacije</b> .....	42
<b>4.6. Perspektiva deeuroizacije u Hrvatskoj</b> .....	44
<b>5. ZAKLJUČAK</b> .....	47
<b>6. SAŽETAK</b> .....	50
<b>7. LITERATURA</b> .....	52
<b>8. POPIS SLIKA I GRAFIKONA</b> .....	56

# 1. UVOD

## 1.1. PROBLEM I PREDMET ISTRAŽIVANJA

Euroizacija je proces zamjene domaće valute neke zemlje za euro. Time euro preuzima osnovne funkcije novca, postaje sredstvo plaćanja i/ili sredstvo očuvanja vrijednosti. Euroizacija je karakteristična za male zemlje, otvorene i osjetljive na tokove međunarodnog kapitala. Posljednjih godina privlači mnogo pozornosti, što se može pokazati sve većim brojem studija koje obrađuju taj problem te sve većim brojem zemalja koje se kreću u tom smjeru.

Potreba za proučavanjem euroizacije se javlja radi nejasnoća glede značaja i posljedica euroizacije. Također, ostalo je neodgovoreno pitanje o načinima de-euroizacije gospodarstva. Moguće je izračunati stupanj euroizacije neke države. Postoje razni čimbenici koji utječu na odabir tečajnog režima pojedinog gospodarstva. Ovisno o vrsti tečajnih režima moguće je razlikovati vrste euroizacije: službenu, poluslužbenu, neslužbenu euroizaciju te monetarnu uniju. Svaka vrsta ima troškove i koristi. (Podgajski, 2015.)

U literaturi se susrećemo s tezom kako je službena euroizacija posebno pogodna za male i otvorene zemlje, ali s druge strane postoji mišljenje da su slobodno formiranje deviznog tečaja i nezavisna, makar slaba, monetarna politika važnije od svih prednosti euroizacije. (Lovrinović, 2002.)

Postoje tri glavne koristi euroizacije. Prva je ukidanje valutnog rizika i s njime povezano eliminiranje valutne klauzule. Premda je ovu korist teško kvantificirati, to bi mogla biti i najveća korist za hrvatsko gospodarstvo i hrvatske građane jer se s njom izravno i bitno povećava otpornost hrvatskog gospodarstva na vanjske šokove. Visoki stupanj euroiziranosti hrvatskog gospodarstva, koji se između ostalog ogleda u činjenici da je tri četvrtine ukupnih zajmova i četiri petine štednih uloga denominirano u stranoj valuti ili indeksirano za nju, nameće politiku stabilnog tečaja kune prema euru kao temeljni instrument makroekonomske i financijske stabilnosti. Nakon uvođenja službene euroizacije zemlja pripada stabilnoj valutnoj zoni, što smanjuje transakcijske troškove i eliminira troškove konverzije valuta. (Kordić, 2002.)

Treća korist očituje se u povećanju transparentnosti cijena jer su uslijed iste valute cijene lakše usporedive na području monetarne unije.

Teorijski gledano postoji još nekoliko potencijalnih koristi poput povećanja trgovinske razmjene, veće makroekonomske stabilnosti te sudjelovanja u raspodjeli monetarnog prihoda eurosustava, no upitno je bili to imalo znatnijeg utjecaja na hrvatsko gospodarstvo.

Usljed euroizacije središnja banka otežano provodi svoju politiku u uvjetima kada u biti ne zna točan obujam novčanog optjecaja te postoji stalna potencijalna mogućnost bijega štednje u inozemstvo što produbljuje bankovne i valutne krize. Što se tiče službene euroizacije najvažniji troškovi su nestanak središnje banke kao „davatelja posljednjeg utočišta“ i gubitak nezavisne monetarne politike. (Lovrinović, 2002.)

U slučaju Hrvatske trošak gubitka monetarnog suvereniteta *de facto* ne bi trebao ni postojati jer s obzirom na strukturne karakteristike hrvatskog financijskog sustava ni monetarna ni tečajna politika ne mogu voditi aktivnu ulogu pri upravljanju šokovima.

Dok učinci poluslužbene i neslužbene euroizacije na gospodarstvo izazivaju oprečna mišljenja i stavove stručnjaka, službena euroizacija zasigurno ima stabilizacijske učinke. Razlog tome je što je u novčanom optjecaju samo jedna valuta čime su špekulacije valutom i kamatnom stopom na depozite nemoguće.

Kako je Hrvatska već više od trideset godina visoko euroizirana zemlja koja je u razdoblju bivše Jugoslavije osjetila niz nedaća nekontrolirane visoke inflacije, kao i hiperinflaciju zabilježenu u prvim godinama političke i monetarne neovisnosti, korištenje strategije nominalnog sidra deviznog tečaja imalo je uporište u vrijeme i nakon provedbe Stabilizacijskog programa iz listopada 1993. kada je uspješno suzbijena inflacija. Međutim rasprave kontinuirano i danas traju u smislu: koliko je i da li je takva strategija bila dobra nakon 1995., a posebice od početka novog tisućljeća nakon što se Hrvatska dodatno otvorila prema uvozu međunarodnih tokova robe, novca i kapitala. Od tada do danas nije se niti jednom mjerom ekonomske politike pokušalo smanjiti razmjer neslužbene euroizacije, nego se upravo suprotno, u očekivanju ulaska u EU, tolerirala rastuća euroizacija depozita i euroizacija kredita (odobrenih s valutnom klauzulom) što je dodatno zbog visoke razine inozemnog duga povećalo osjetljivost ukupnog financijskog i ekonomskog sustava na potencijalnu deprecijaciju kune. Zbog visokog stupnja euroizacije čitav niz pokazatelja iz financijske i realne sfere gospodarstva je visoko osjetljiv na promjene tečaja (konkretno šokove deprecijacije kune), što je zasigurno najvažniji razlog zbog kojeg središnja banka zaista brani tečaj. (Ivanov, 2012.)

Kao mala, otvorena i visoko euroizirana zemlja, Hrvatska teško može dopustiti značajne fluktuacije domaće valute sa razmjerom deprecijacije preko 10%, a da zbog toga ne postane

novi primjer zemlje s problemom valutne i bankovne krize, gdje scenarij može biti i nepovoljniji ako zbog visokog inozemnog duga dođe do rasplamsavanja dužničke krize, a zbog gubitka sidra inflacijskih očekivanja do razvoja inflacije. (Ivanov, 2012.)

Prema mišljenju njemačkog ekonomista Hansa Wenera, euroizacija je greška jer je onemogućila Hrvatskoj da riješi neke probleme kroz devalvaciju ili je napravila devalvaciju vrlo teškom. On smatra da bi legalno sredstvo plaćanja ekskluzivno trebala biti hrvatska kuna. Vodeći računa o starijim odlukama, još nije jasno kako je najbolje izaći iz ovih poteškoća. Ako se analiziraju opcije za smanjenje ovih problema i kod svih opcija brižno razmatramo mogući utjecaj na zaposlenost i socijalno stanje građana. U ovom trenutku RH nije finalizirala bilo kakav prijedlog za specifične mjere.

U novijim istraživanjima spominje se deeuroizacija, odnosno strategija izlaza iz euroiziranog sustava. Njena provedba je u današnjim okolnostima visoko rizična (iako je više nego poželjna), pa su nositelji monetarne politike očito zaključili da je najbolje 'ne raditi ništa', odnosno preživljavati na 'bufferima' financijske stabilnosti koje su ranijih godina stvorili politika kumuliranja visokih deviznih pričuva, visoka stopa adekvatnosti kapitala banaka te različite makro-prudencijalne mjere usmjerene na korigiranje nepoželjnih učinaka interne i eksterne financijske liberalizacije. (Ivanov, 2012.) Dakle, proces euroizacije može imati pozitivne i negativne učinke na gospodarstvo neke zemlje što je i problem istraživanja.

Predmet istraživanja ovog rada je, stoga, analiza učinaka euroizacije u Hrvatskoj s posebnim osvrtom na proces deeuroizacije. Jedan dio rada posvećen je i fenomenu valutne klauzule kao instrumentu euroizacije, koji je u gospodarstvu Hrvatske prisutan još od osamostaljenja. Ignoriranje postojanja ovog fenomena zemljama u razvoju može donijeti dugoročne posljedice koje će se naknadno jako teško moći sanirati i uz velike troškove. Euroizacija utječe kako na poslovne subjekte tako i na građane i od izuzetne je važnosti da su nositelji ekonomske politike dobro upoznati sa svim karakteristikama i posljedicama koje ovaj fenomen nosi. Analizirane su i konkretne mjere središnje banke u posljednjih nekoliko godina kako bi se utvrdilo koje su od tih mjera pridonijele djelomičnoj deeuroizaciji.

## 1.2. CILJEVI I DOPRINOS ISTRAŽIVANJA

U skladu s definiranim problemom i predmetom istraživanja moguće je odrediti ciljeve ovog rada.

Temeljni cilj ovog istraživanja je analizirati učinke euroizacije u Hrvatskoj te mogućnosti deeuroizacije.

Nadalje, pomoćni ciljevi istraživanja su:

- identificirati uzroke euroizacije,
- analizirati evaluaciju kreditne euroizacije u Hrvatskoj, te
- predložiti određene mjere usmjerene poticanju kreditne deeuroizacije.

Istraživanje prikazano u diplomskom radu doprinijet će boljem shvaćanju značaja financijske euroizacije za kreditnu politiku i gospodarstvo zemalja u razvoju i tranzicijskih zemalja, konkretnije Hrvatske.

Dio rada koji se odnosi na empirijska istraživanja trebao bi potaknuti na druga istraživanja procesa (de)euroizacije.

## 1.3. ISTRAŽIVAČKE HIPOTEZE I METODE ISTRAŽIVANJA

Iz postavljenog problema i predmeta istraživanja postavlja se **hipoteza**:

*H1. U gospodarstvu Republike Hrvatske postoji visok stupanj neslužbene euroizacije koja može dovesti do visokog kreditnog rizika.*

Empirijski dio rada u dokazivanju postavljene hipoteze temelji se na analizi financijskih pokazatelja i njihovoj statističkoj obradi te grafičkom prikazu. Koristit će se i metoda komparacije za usporedbu dobivenih rezultata s prethodnim istraživanjima.

## **1.4. SADRŽAJ I STRUKTURA DIPLOMSKOG RADA**

Rad će biti sadržajno podijeljen u pet međusobno povezanih tematskih cjelina.

U prvom, uvodnom dijelu, iznesen je problem i predmet istraživanja te su postavljene istraživačke hipoteze. Nadalje, izlažu se ciljevi i doprinos koji se želi postići provedenim istraživanjem te se u konačnici navodi struktura cjelokupnog diplomskog rada.

Drugi dio diplomskog rada se bavi pojmovnim određenjem euroizacije. Daje se opća definicija te se kratko definiraju osnovne vrste euroizacije, s posebnim osvrtom na karakteristike službene euroizacije, kao najekstremnijeg oblika euroizacije.

Treći dio rada se odnosi na prednosti i nedostatke te uzroke i posljedice euroizacije. U sklopu ovog poglavlja govorit će se i o aspektima deeuroizacije u teoriji i praksi.

Četvrti dio obrađuje euroizaciju u Hrvatskoj, od povijesnih uzroka do trenutnog stanja. Također, analiziran je stupanj euroizacije depozita i kredita u hrvatskim bankama i izvršena je usporedba Hrvatske sa zemljama regije. Između ostalog, u ovom dijelu obrađena je i jedna specifičnost koja se javila u bankarstvu, a to je valutna klauzula. Objasnjeni su pojam i vrste zaštitnih klauzula, pojava valutnih klauzula, te je istražena primjena valutnih klauzula i u Republici Hrvatskoj. Također je dana perspektiva deeuroizacije.

Na temelju rezultata, u petom, završnom dijelu, donijet će se zaključci o postavljenim hipotezama.



## **2. POJMOVNO ODREĐENJE EUROIZACIJE**

### **2.1. POJAM I RADNA DEFINICIJA EUROIZACIJE**

Tri osnovne funkcije novca su: sredstvo razmjene, jedinica mjere te očuvanje vrijednosti imovine. Problemi financijskog sektora s kojima se susreće većina zemalja svijeta ogledaju se, između ostalog, u nestabilnosti valute, što je od važnog značaja za gospodarstvo, kako unutar nacionalnih granica, tako i izvan njih. Nestabilnost valute uzrokuje pad njene vrijednosti, odnosno porast stope inflacije, a posljedice toga su nepovjerenje građana u sposobnosti monetarnih vlasti te postavljanje pitanja je li u takvim situacijama bolje napustiti domaću nestabilnu valutu te u optjecaj uvesti neku od stabilnih stranih valuta.

S druge pak strane, u novčanom optjecaju većine zemalja sa takvim problemom, već usporedno sa nacionalnom valutom cirkulira i neka stabilna strana valuta, u koju građani i ostali sudionici na tržištu imaju povjerenja. Ona se nalazi u određenom odnosu sa domaćom valutom i osim funkcije prometnog i platežnog sredstva, vrši ostale funkcije novca.

Upravo se taj proces, koji predstavlja preuzimanje monetarnih funkcija nacionalne valute od strane inozemne valute, naziva euroizacija tj. dolarizacija (odnosi se na cirkuliranje bilo koje strane valute u optjecaju, a ne isključivo američkog dolara i eura).

Prema Fabrisu (2006.), euroizacija predstavlja nekoliko različitih monetarnih sistema koji su međusobno vrlo različiti, ali imaju zajedničku karakteristiku da je u formalnim ili neformalnim transakcijama strana valuta široko rasprostranjena kao platežno sredstvo. Ona je karakteristična za mala valutna područja, otvorena i osjetljiva na tokove međunarodnog kapitala. (Šonje, 2004.)

Dvije najrasprostranjenije rezervne valute su američki dolar i euro. Ekonomisti predviđaju da bi euro, ovisno o makroekonomskoj politici SAD-a i proširenju EU, mogao postepeno u potpunosti zauzeti prednost u odnosu na dolar.

## **2.2. VRSTE FINANCIJSKE EUROIZACIJE I NJIHOVE KARAKTERISTIKE**

Postoji više vrsta euroizacije: neslužbena, poluslužbena i službena euroizacija te monetarna unija. Svaka od njih utječe na smanjenje nezavisnosti u provođenju monetarne politike zemlje.

### **2.2.1. NESLUŽBENA EUROIZACIJA**

Situacija u kojoj ne postoji povjerenje u domaću valutu od strane građana i strana valuta se koristi kao sredstvo plaćanja, jedinica mjere ili sredstvo očuvanja vrijednosti, mada nije priznata kao zakonsko sredstvo plaćanja u toj zemlji, poznata je kao neslužbena euroizacija. Ona, dakle, uključuje usporedno korištenje domaće i strane valute u obavljanju različitih funkcija novca. Pri tome domaća valuta obavlja funkciju prometnog i platežnog sredstva, dok strana valuta obavlja ostale funkcije. U pravilu, strana valuta prvo preuzima funkciju sredstva štednje, nakon čega dolazi i do preuzimanja funkcije jedinice mjere (npr. u kupoprodajnim transakcijama sa nekretninama, automobilima i sl.), a potom se širi njena uporaba, dok na kraju ne postane platežno sredstvo. Do neslužbene euroizacije dolazi nakon ili za vrijeme hiperinflacija i deprecijacije, u pokušaju očuvanja realne vrijednosti imovine.

Zbog nemogućnosti statističke analize neslužbene euroizacije, nije moguće utvrditi njenu prisutnost u pojedinim zemljama. Ipak, postoje neke metode za mjerenje strane gotovine u optjecaju, mada je njihova pouzdanost upitna. Jedna od izravnih metoda mjerenja je statističko praćenje priljeva i odljeva strane gotovine u trenutku kada ona prelazi granicu ili pri ulasku ili izlasku u bankovni sustav. U Hrvatskoj je ove priljeve teško evidentirati jer je Hrvatska otvorena ekonomija s vrlo visokim deviznim priljevima iz turizma i transferima iseljenika, a carinski su podatci nepouzdana. Druga izravna metoda je provođenje anketa o količinama inozemne gotovine koju stanovništvo posjeduje, ali i ti rezultati su vrlo nepouzdana iz razloga što ljudi nerado daju informacije o tome i izuzetno je teško odrediti reprezentativan uzorak ispitanika. (Šošić i Faulend, 2002.)

Neslužbena euroizacija uključuje: strane obveznice i drugu nemonetarnu imovinu, inozemne i domaće depozite denominirane u stranoj valuti te stranu valutu (novac) koja neslužbeno

cirkulira u optjecaju; a može se pojaviti u formi: valutne supstitucije, imovinske supstitucije i realne eurizacije.

Potrebno je praviti razliku između pojmova neslužbene eurizacije, valutne supstitucije i supstitucije imovine. Problem u razlikovanju tih pojmova proizlazi iz većeg broja funkcija koje novac ima u gospodarstvu. Ti pojmovi označavaju zamjenu domaćeg novca stranim u nekoj od njegovih tradicionalnih uloga, zamjenjivost domaćih vrijednosnica stranima, pa čak i ovisnost potražnje domaćeg novca o stranim ekonomskim varijablama. Time se pokušala obuhvatiti raznolikost pojavnih oblika stranog novca kao što su depoziti u inozemstvu, deponiranje strane valute u zemlji te cirkuliranje strane gotovine u zemlji. (Šošić i Faulend, 2002.)

Do *valutne supstitucije* dolazi zbog inflacijskih pritisaka koji obezvrjeđuju domaću valutu. Uslijed toga dolazi do preferencije korištenja stranog novca kao instrumenta plaćanja. *Imovinska supstitucija* označava držanje stranih valuta, odnosno deviza kao oblika imovine, te denominaciju financijskih potraživanja i obveza u stranim valutama. Konačno, *realna euroizacija* označava denominaciju, odnosno fiksiranje cijena i nadnica u stranoj valuti. (Kordić, 2002.)

Visok stupanj neslužbene euroizacije ima veliki utjecaj na izbor režima deviznog tečaja, odnosno na izbor između fiksnog i fleksibilnog deviznog tečaja. Valutna supstitucija daje argumente za odabir fiksnog deviznog tečaja, dok visoki stupanj supstitucije financijske imovine daje argumente za fleksibilniji devizni tečaj. No, odabir režima ovisi i o mnogo drugih faktora, kao što su izloženost zemlje realnim šokovima i slabe mogućnosti zaštite od valutnog rizika. Ukoliko šokovi uglavnom proizlaze sa tržišta novca, tada režim fiksnog tečaja daje veću stabilnost, a ukoliko su šokovi više realne prirode, fleksibilniji tečajevi su bolji u reduciranju volatilnosti. (Berg, 2000.)

### **2.2.2. POLUSLUŽBENA EUROIZACIJA**

Vrsta euroizacije koja podrazumijeva upotrebu stranog novca kao legalnog, ali ima sekundarnu ulogu te se koristi kod manjih plaćanja, naziva se poluslužbena. Bitno je upravo to da je ukupno značenje strane valute u odnosu na domaću sekundarno, odnosno da

nacionalna valuta tako ipak prevladava u novčanom prometu kao sredstvo prometa i plaćanja. (Lovrinović, 2002.).

Zemlje u kojima je prisutna poluslužbena euroizacija imaju središnju banku i provode samostalnu i neovisnu monetarnu politiku.

### **2.2.3. SLUŽBENA EUROIZACIJA**

Službena euroizacija podrazumijeva situaciju u kojoj je strana valuta jedino zakonsko sredstvo plaćanja i obavlja sve funkcije novca, dok domaća valuta ne postoji. Uvođenjem službene euroizacije zemlja se u potpunosti odriče nacionalne valute, centralne banke i neovisne monetarne politike. Većina zemalja koristi samo jednu stranu valutu, a moguće je korištenje i više valuta, mada je rijedak slučaj.

Centralna banka euroiziranih zemalja gubi mogućnost obavljanja funkcije emisije novca, pa su vlade primorane voditi politiku malih proračunskih deficita ili uravnoteženog proračuna jer ne postoji mogućnost pokrivanja deficita emisijom novca. Također, u takvoj situaciji, središnja banka ne može biti posljednje utočište nelikvidnim bankama uslijed povlačenja depozita. Što se tiče vanjske trgovine, euroizirane zemlje koje liberaliziraju financijski sustav više se integriraju u svjetsko financijsko tržište jer je euro povezan sa svim velikim svjetskim burzama, a zajednička valuta puno više utječe na povećanje vanjske trgovine nego eliminiranje volatilnosti deviznih tečajeva.

Kao podvrstu pune službene euroizacije možemo navesti punu službenu unilateralnu euroizaciju. To je slučaj kada je euroizirana zemlja jednostrano preuzela euro kao zakonsko sredstvo plaćanja bez da je zatražila potpisivanje međunarodnog monetarnog ugovora sa Europskom unijom, što znači da Europska unija nije službeno odobrila korištenje eura kao zakonskog sredstva plaćanja. Ovakva vrsta euroizacije danas postoji u Crnoj Gori i na Kosovu. U grupu službeno euriziranih zemalja također spadaju i Andora, Monako, San Marino i Vatikan.

Monako, San Marino i Vatikan su tzv. mikro države koje su povijesno vezane za barem jednu zemlju članicu Europske unije i imaju sklopljene međunarodne ugovore o korištenju strane valute kao zakonskog sredstva plaćanja. Monako je vezan sa Francuskom, a San Marino i Vatikan imaju ugovor sa Italijom. Stoga su te zemlje, ulaskom Francuske i Italije u Europsku

monetarnu uniju, istovremeno uvele euro u službenu uporabu. U Andori su se prije eura koristile valute Španjolske i Francuske, mada nisu bile priznate kao zakonsko sredstvo plaćanja. Nakon uvođenja euro, Andora je formalno zatražila potpisivanje monetarnog ugovora sa Europskom unijom. Kosovo je uvelo njemačku marku kao zakonsko sredstvo plaćanja 1999. godine, a marka je 2001. godine službeno zamijenjena eurom koji je počeo cirkulirati 2002. godine. Euroizacija na Kosovu provedena je od strane uprave Ujedinjenih naroda, pod čijom je ovlasti Kosovo od 1999. godine. (Viterbo, 2007.)

Crna gora je u siječnju 2001. godine uvela njemačku marku kao jedino platežno sredstvo, a od lipnja 2002. službeno sredstvo plaćanja postao je euro. Od tada je Crna Gora postala potencijalni kandidat za članstvo u Europskoj uniji. Ipak, EU se protivi unilateralnoj euroizaciji i ne želi prihvatiti zemlju koja je jednostrano uvela euro iz razloga što unilateralna euroizacija od strane trećih zemalja sa slabim gospodarskim pokazateljima može negativno utjecati na stabilnost cijena i uzrokovati pad kredibiliteta eura. Problem je i u tome što, u slučajevima kada je euro uveden unilateralno, postoji opasnost da dio deviznih rezervi, koje su prethodno konvertirane za nacionalnu valutu, bude trajno izgubljen, osim ako Europska centralna banka odluči da se zemlji nadoknadi izgubljena vrijednost. (Fabris et al., 2004.)

Većinom su euroizirane zemlje male zemlje specifične po geografskom položaju i strukturi ekonomske aktivnosti. Te zemlje posjeduju neka zajednička ekonomska obilježja od kojih su najizraženiji sljedeći: veći BDP per capita u odnosu na zemlje koje imaju vlastitu valutu, niže stope inflacije, manje stope rasta cijena, platnobilančni problemi, veći vanjskotrgovinski deficiti... Euroizacija ima smisla ukoliko su ispunjeni sljedeći preduvjeti: zemlja je relativno mala i u velikoj mjeri ovisna o vanjskoj trgovini, zemlja koja je u bliskoj prošlosti doživjela hiperinflaciju, prihodi od „seignioragea“ su mali zbog već prisutne neslužbene euroizacije, postoje devizne rezerve i zemlja ima bliske ekonomske odnose sa Europskom unijom u slučaju euroizacije. (Fabris et al., 2004.)

#### **2.2.4. MONETARNA UNIJA**

Monetarna unija predstavlja četvrtu varijantu euroizacije, a podrazumijeva korištenje zajedničke valute od strane više zemalja. Pravi primjer za to je Europska monetarna unija, unutar koje je službena valuta svih zemalja članica euro.

Ekonomska i monetarna unija (EMU) krovni je pojam kojim se označava politika za ostvarivanje konvergencije gospodarstava svih zemalja članica Europske unije u tri faze. Članice EMU-a su 19 država europodručja (od 1. siječnja 2014.) i 10 država članica EU-a koje još nisu uvele euro. Odluku o stvaranju ekonomske i monetarne unije donesena je na sastanku Europskog vijeća u nizozemskom gradu Maastrichtu u prosincu 1991. godine. Kasnije je navedena odluka uključena u Ugovor o Europskoj uniji (Ugovor iz Maastrichta).

Ekonomska i monetarna unija zapravo znači:

- koordinaciju ekonomske politike među zemljama članicama,
- koordinaciju fiskalne politike, osobito s obzirom na ograničavanje javnog duga i proračunskog manjka,
- neovisnu monetarnu politiku koju vodi Europska središnja banka (ECB),
- uvođenje zajedničke valute u europodručju.

### 3. PREDNOSTI I NEDOSTATCI EUROIZACIJE

#### 3.1. UZROCI (NE)SLUŽBENE EUROIZACIJE

Kao što je već prethodno spomenuto, euroizacija je tzv. „bijeg u sigurnost“, odnosno pokušaj stanovništva da u nestabilnim uvjetima (inflatorni poremećaji i česte izmjene ekonomskih politika te neuspješna primjena njihovih programa) očuva vrijednost svoje imovine. Dakle, najčešći motiv uporabe strane valute od strane stanovništva je očuvanje realne vrijednosti imovine u razdobljima visoke inflacije koja je uzrok konstantnog pada vrijednosti domaće valute.

Turbulentno političko okružje i politička nestabilnost pridonose sve većoj pojavi euroizacije, jer je i povjerenje građana od iznimne važnosti.

Nerazvijeno i nestabilno domaće financijsko tržište te problemi u bankarskom sektoru također su jedan od uzroka euroizacije. Pritom se misli na uplitanje države na stanje na financijskom tržištu s jedne strane, te na pretjerano oslanjanje banaka na kredite središnje banke, s druge strane.

U nastavku ćemo navesti uzroke za pojedine vrste euroizacije (kreditna, depozitna i valutna supstitucija).

*Uzroci kreditne euroizacije:* (Galac, 2011.)

- manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike ili općenita institucionalna slabost zemlje (osobito ako se to u prošlosti očitovalo tako da su uobičajena ciklička kretanja gospodarstva često rezultirala gospodarskom krizom),
- povijest kolebljive inflacije,
- niža cijena deviznih kredita u odnosu na kredite nominirane u domaćoj valuti,
- *de facto* rigidan tečajni režim bez obzira na *de jure* režim,
- visok stupanj razvijenosti financijskog sustava,
- postojanje lako dostupnih i jeftinih inozemnih izvora financiranja, neovisno o udjelu inozemnog vlasništva u domaćem bankarskom sektoru, te
- nepostojanje razvijenog tržišta izvedenih instrumenata za zaštitu od valutnog rizika u kombinaciji s visokim stupnjem depozitne euroizacije i regulativom koja ograničuje izloženost financijskih institucija izravnom valutnom riziku.

Neki od gore navedenih uzroka povezuju kreditnu euroizaciju sa **pojavom depozitne euroizacije**: (Noršić et al., 2003.)

- manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike ili općenita institucionalna slabost zemlje,
- povijest kolebljive inflacije,
- nepostojanje razvijenog tržišta izvedenih instrumenata za zaštitu od valutnog rizika u kombinaciji s visokim stupnjem depozitne euroizacije i regulativom koja ograničuje izloženost financijskih institucija izravnom valutnom riziku.

Između ostalog, jedan od uzroka depozitne euroizacije je trend deprecijacije domaće valute.

**Uzroci valutne supstitucije su:** (Galac, 2011.)

- manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike ili općenita institucionalna slabost zemlje i povijest kolebljive inflacije (kao i kod prethodne dvije vrste),
- nepovjerenje u bankarske institucije zbog povijesti bankarskih kriza kod kojih je došlo ili do prisilne konverzije deviznih depozita u depozite nominirane u domaćoj valuti ili do privremene nemogućnosti pristupa tim depozitima,
- niži stupanj dostupnosti bankovnih usluga stanovništvu,
- veća učestalost platnih transakcija u devizama.

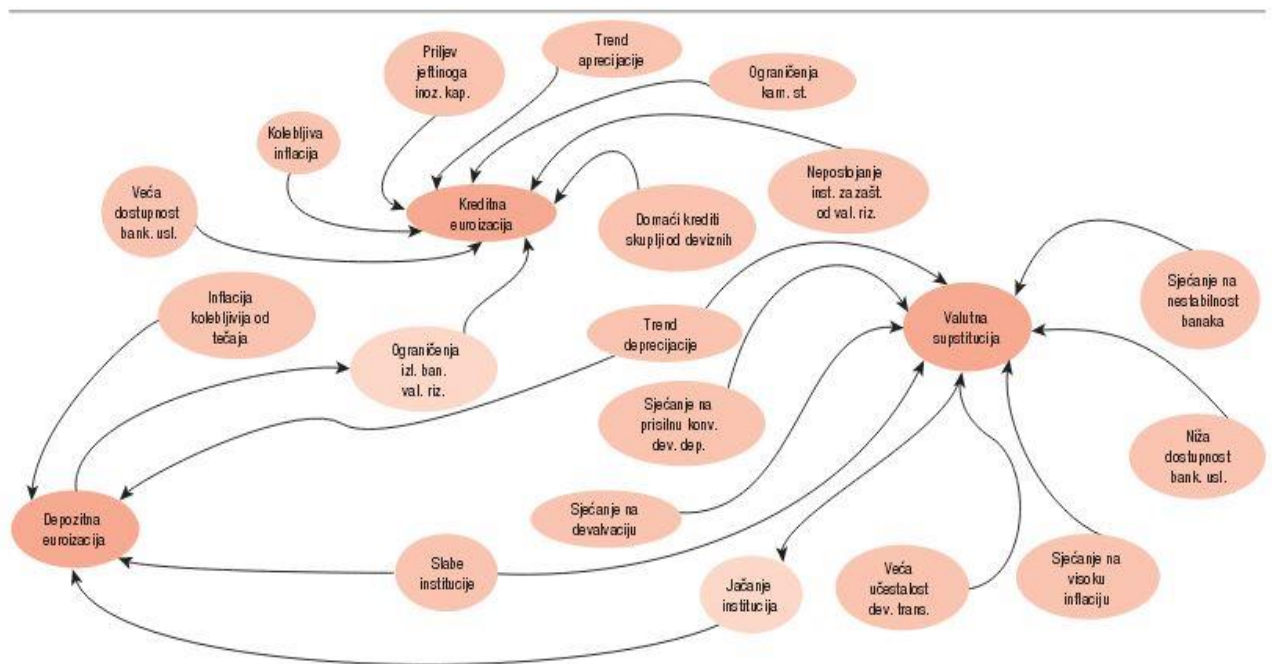
Slika 1. prikazuje uzroke depozitne euroizacije, kreditne euroizacije i valutne supstitucije te njihovu uzročno posljedičnu vezu. Depozitna euroizacija razlikuje se od valutne supstitucije na strani imovine sektora stanovništva, što je važno sa stajališta procjene efekata monetarne politike, čije će djelovanje biti učinkovitije ako je udio devizne gotovine u optjecaju u odnosu na domaću gotovinu manji. Kod depozitne euroizacije povijest kolebljive inflacije i povijest devalvacije i nemaju toliko bitnu ulogu kad se uzme u obzir trenutna loša kvaliteta poduzeća. Inflacija pak, ima utjecaja na depozitnu euroizaciju, ali pomoću složenijeg mehanizma, koji predviđa da je ona veća što je veća kolebljivost inflacije u odnosu na kolebljivost deviznog tečaja. Povijest problema u bankarskom sektoru ima bitniju ulogu u uzrokovanju depozitne euroizacije jer jednom kad se počne vraćati povjerenje u banke, stanovništvo počinje vraćati deviznu gotovinu u banke u obliku deviznih depozita, što automatski povećava depozitnu euroizaciju.



Što se tiče kreditne euroizacije, ona je izrazitija što su inozemni izvori financiranja dostupniji, bez obzira na to kanaliziraju li banke te izvore u domaćem ili inozemnom vlasništvu. Rast domaćih depozita u inozemnoj valuti u pozitivnoj je vezi s rastom deviznih kredita stanovništvu, dok je rast inozemnih izvora banaka više u pozitivnoj vezi s rastom deviznih kredita poduzećima. Središnje banke bi, u cilju smanjenja kreditne euroizacije, trebale poticati depositnu deeuroizaciju. Istina je da je smanjivanje depositne euroizacije teže ostvarivo u praksi, pogotovo u zemljama kao što je Hrvatska gdje je ona duboko ukorijenjena zbog povijesnog iskustva i strukturnih činitelja. (Galac, 2011.)

Slika 1: uzroci euroizacije

Prikaz 1. Uzroci euroizacije



Izvor: Galac, 2011.

Kad je neko gospodarstvo euroizirano tada postoji stalna mogućnost bijega štednje u inozemstvo. Samim time povećava se opasnost od nastanka bankovnih, finansijskih ili valutnih kriza, a i mogućnost financiranja proračunskog deficita inflacijskim oporezivanjem je manja. To su eventualne negativne posljedice euroizacije.

Službena euroizacija ima i neke stabilizacijske učinke jer u situaciji u kojoj cirkulira samo jedna valuta nema prostora za špekulacije valutom i kamatnom stopom na depozite. Učinci

poluslužbene i neslužbene euroizacije izazivaju različita mišljenja i stavove stručnjaka jer s jedne strane takva vrsta euroizacije utječe na pad domaće valute što dovodi do inflacije, dok s druge strane omogućuje očuvanje realne vrijednosti od inflacije.

### **3.2. PREDNOSTI I TROŠKOVI EUROIZACIJE**

Postojanje određenog stupnja euroizacije u gospodarskom sustavu neke države ima utjecaja na obje zemlje, kako na zemlju koja koristi stranu valutu (euroizirana zemlja), tako i na zemlju koja tu valutu emitira (emitent valute). U nastavku donosimo prikaz koristi i troškova obje strane.

**Prednosti euroizacije sa stajališta euroizirane zemlje** ogledaju se u (Fabris et al., 2004.):

- niskoj stopi inflacije (približno zemljama Europske unije),
- ograničenoj mogućnosti zlouporabe monetarne politike,
- nižim kamatnim stopama koje su rezultat niske inflacije i smanjenog rizika deprecijacije (smanjenje troškova kreditiranja i poticanje poduzetničkih pothvata),
- ubrzanom razvoju domaćeg tržišta kapitala, sniženim transakcijskim troškovima u međunarodnim odnosima (posebno sa zemljama Europske monetarne unije),
- olakšanoj integraciji domaćih poduzeća, porastu priljeva od stranih direktnih investicija zbog „zdravije“ tržišne ekonomije u kojoj su garantirani stabilni poslovni uvjeti,
- porastu vanjske trgovine i smanjenom valutnom riziku (valutni rizik će i dalje postojati u trgovini sa zemljama kojima euro nije zakonsko sredstvo plaćanja, ali će radi prelaska na stabilniju valutu biti smanjena volatilnost deviznih tečajeva).

Premija rizika koja određuje kamatnu stopu neće automatski nestati i ona ovisi o učinkovitosti fiskalne politike, kvaliteti financijskog sistema i fleksibilnosti tržišta roba i tržišta rada. Euroizacija u kratkom ili srednjem roku neće utjecati na ekstremne promjene u fiskalnoj učinkovitosti, ali će učiniti greške lakše vidljivima putem kamatnih stopa. Premija za rizik je odraz strukturnih karakteristika gospodarstva. Što su tržišta rada i proizvoda više

statična, to će biti teža realokacija resursa prema snazi ponude i potražnje izazvane euroizacijom. (Mann, 1999.)

Euroizirane zemlje koje liberaliziraju financijski sustav postaju više integrirane u svjetsko financijsko tržište jer je euro povezan sa svim velikim svjetskim burzama, a to može povećati efikasnost financijskog tržišta zemlje.

**Troškovi euroizacije sa stajališta euroizirane zemlje** (Fabris et al., 2004.):

- nestanak središnje banke kao „davatelja posljednjeg utočišta“ i gubitak nezavisne monetarne politike (mogućnost da centralna banka euroizirane zemlje proizvede dodatnu likvidnost i dalje postoji ukoliko je moguće da osigura sredstva iz drugih izvora, ali s obzirom na gubitak prava na emisiju novca obavljanje te funkcije je ograničeno),
- gubitak seigniorage prihoda - jednokratno i višekratno (kao moguća kompenzacija za gubitak emisijske dobiti bila bi podjela emisijske dobiti sa zemljom čija se valuta koristi; npr. zemlje CME- Južna Afrika, Lesoto i Namibija imaju dogovor o podjeli emisijske dobiti uređen Multilateralnim monetarnim sporazumom), (Bogetić, 2004.),
- jednokratni troškovi - konverzija cijena, ostali tehnički troškovi,
- gubitak deviznih rezervi (one se moraju utrošiti kako bi se domaća valuta povukla iz optjecaja),
- ne postoji mogućnost prilagođavanja nivoa deviznog tečaja,
- gubi se mogućnost korištenja inflatornog poreza u izvanrednim situacijama,
- povećan odljev valute u slučaju platno bilančnih problema.

**Zemlje emitenti valute imaju značajne koristi od euroizacije** (Fabris et al., 2004.):

- emisijska dobit - razlika između nominalne vrijednosti novca i troška emitiranja (tzv. seigniorage prihod središnje banke koji se koristi za financiranje javnih troškova), nastaje iz obveze korištenja domaće valute kao zakonskog sredstva plaćanja i iznosi oko 1-1.5% BDP-a u gospodarstvima koja su stabilna,
- smanjeni troškovi vanjskotrgovinskih transakcija,
- smanjivanje ili eliminiranje valutnog rizika i troškova konverzije valuta što omogućuje bolje trgovinske veze,

- domaći proizvodi postaju konkurentniji na tržištu euroiziranih zemalja.

Pored koristi koje **zemlja emitent valute** ima od euroizacije, a koje su upravo navedene, ona je izložena i određenim **troškovima**:

- otežano vođenje monetarne politike zbog nemogućnosti kontrole količine novca u optjecaju i pritiska na središnju banku koje vrše korisnici valute uslijed promjene visine kamatnih stopa u vidu očekivanja da središnja banka zemlje emitenta djeluje kao „davatelj posljednjeg utočišta“,
- rizik od pada vrijednosti domaće valute (jedina prevencija protiv ovog rizika je održavanje stabilnosti i konvertibilnosti valute),
- u slučaju pada vrijednosti domaće valute, euroizirane zemlje se mogu okrenuti drugim, stabilnijim valutama.

Dolarizacija/euorizacija predstavlja problem za zemlju emitenta valute jer joj otežava provođenje monetarne politike. Primjerice, odljev valute van teritorija zemlje emitenta će smanjiti ponudu novca te će stvoriti potrebu za dodatnom likvidnošću. U slučaju kada zemlja emitent novčanom emisijom poveća likvidnost i time zadovolji potrebu za dodatnom likvidnošću opet postoji problem iznenadnog povrata valute u zemlju emitenta i prekomjerne likvidnosti ukoliko se dolarizirana/euroizirana zemlja odluči prijeći na drugu valutu i to može destabilizirati ekonomiju zemlje emitenta.

### **3.3. PROCES DEEUROIZACIJE**

Ako su troškovi neslužbene euroizacije visoki, trebali bi nositelji ekonomske politike razmišljati o deeuroizaciji.

Nositelji ekonomske politike zemalja u kojima je kreditna euroizacija prisutna trebale bi poticati deeuroizaciju, pri tome izbjegavajući potpunu zabranu deviznog kreditiranja, posebno u zemljama u kojima bi to proizvelo društvenu neoptimalnu putanju kreditnog rasta. Tome bi trebalo prethoditi utvrđivanje uzroka kreditne euroizacije, nakon čega bi se uradio popis potencijalnih mjera za suzbijanje te pojave te naposljetku odabrale tržišno usmjerene mjere koje bi mogle imati najbolji učinak. Te mjere se ugrubo mogu podijeliti na mjere za:

- reformu makroekonomske politike i institucija (u sklopu ovih mjera najuspješnija se pokazala fleksibilizacija tečajnog režima uz istodobni prelazak na monetarnu politiku ciljanja inflacije potpomognut povećanjem neovisnosti središnje banke),
- razvoj instrumenata novčanog tržišta i tržišta kapitala nominiranih u domaćoj valuti (da se država počne zaduživati u domaćoj valuti na različite rokove),
- podizanje cijene sredstava iz inozemnih izvora financiranja i/ili cijene deviznih kredita,
- izgradnju adekvatnih deviznih pričuva državnog sektora u skladu s inozemnim obavezama privatnog sektora (visoki troškovi ove mjere čine društveno neoptimalnim, što se može ublažiti unaprijed dogovorenim kriznim aranžmanima s međunarodnim financijskim institucijama). (Galac, 2011.)

Nakon što strana valuta u nekoj zemlji postane zakonsko sredstvo plaćanja te se prihvati kao sredstvo očuvanja vrijednosti realne imovine i obračunska jedinica, teško da će se u kratkom roku njeno korištenje napustiti. Dosta je teško provođenje deeurizacije neslužbeno euriziranih zemalja, a još teže u slučaju službeno euroiziranih zemalja. Euro je poprilično mlada valuta, stoga nije poznat još nijedan slučaj deeuroizacije, dok su procesi dedolarizacije (sve valute službeno ili neslužbeno prihvaćene u nekoj od funkcija novca) provedeni već u nekoliko zemalja.

Slučajevi izlaska iz službene dolarizacije su relativno rijetki. Kao jedini primjer u novijoj povijesti možemo navesti Liberiju u kojoj je de-dolarizacija nastala kao posljedica smanjenja količine novca u opticaju, građanskog rata i visokog budžetskog deficita. U Liberiji je dedolarizacija provedena u specifičnim uvjetima, te Liberiju iz tog razloga ne možemo uzeti kao reprezentativan primjer. (Fabris et al., 2004.)

Dedolarizacije u neslužbeno dolariziranim zemljama su mnogo češće, ali ne i uspješnije nego u službeno dolariziranim ekonomijama. One mogu biti u formi dobrovoljne (na primjer znatno više kamatne stope na depozite u domaćoj valuti) ili prinudne dedolarizacije (prinudna konverzija depozita u stranoj valuti u domaću valutu, što su izvršile Bolivija, Meksiko, Peru i dr.). Bilo da su dolarizacije bile u formi dobrovoljnih ili prinudnih one su u pravilu davale loše rezultate. Naime, i nakon provođenja mjera za njeno ukidanje, značajan broj transakcija se je nastavio odvijati u stranoj valuti. Kod nekih zemalja, iako su prividno bili dobri rezultati,

u stvarnosti se nije značajno promijenio stupanj dolarizacije. To sa jedne strane znači rast sive ekonomije, a sa druge strane sniženje prihoda od poreza. Iskustvo zemalja koje su provele dedolarizaciju pokazuje da postoji konzervativno ponašanje ekonomskih subjekata, jer oni u strahu od neizvjesnosti od novog režima nastoje zadržati stare pozicije. (Fabris et al., 2004.)

Izrael i Čile su zemlje koje su provele uspješnu dedolarizaciju, iako im to nije bio primarni cilj. U Izraelu su nositelji ekonomske politike provodili antiinflacijski program u kojem su sveli inflaciju na jednoznamenasti broj. Pritom je centralna banka odigrala vrlo važnu ulogu u promoviranju financijskih derivata i ostalih instrumenata za osiguranje od valutnog rizika, što je znatno pridonijelo smanjenju nesigurnosti investitora u financijsku imovinu u domaćoj valuti. Čile je provodio dedolarizaciju na temelju indeksiranih instrumenata i privlačenjem interesa investitora na štetu koju nosi imovina denominirana u dolarima. Većina instrumenata je bila indeksirana indeksom potrošačkih cijena i indeksirani instrumenti su se odnosili na kreiranu obračunsku jedinicu „Unidad de Fomento“ (UF). Po uzoru na Čile, Argentina Brazil i Urugvaj su pokušali sa indeksacijom, ali bezuspješno. Mogući razlozi neuspjeha su nedostatak sekundarnog tržišta za indeksirane instrumente ili nedostatak zakonske regulative. (Alvarez-Plata i Garcia-Herrero, 2008.)

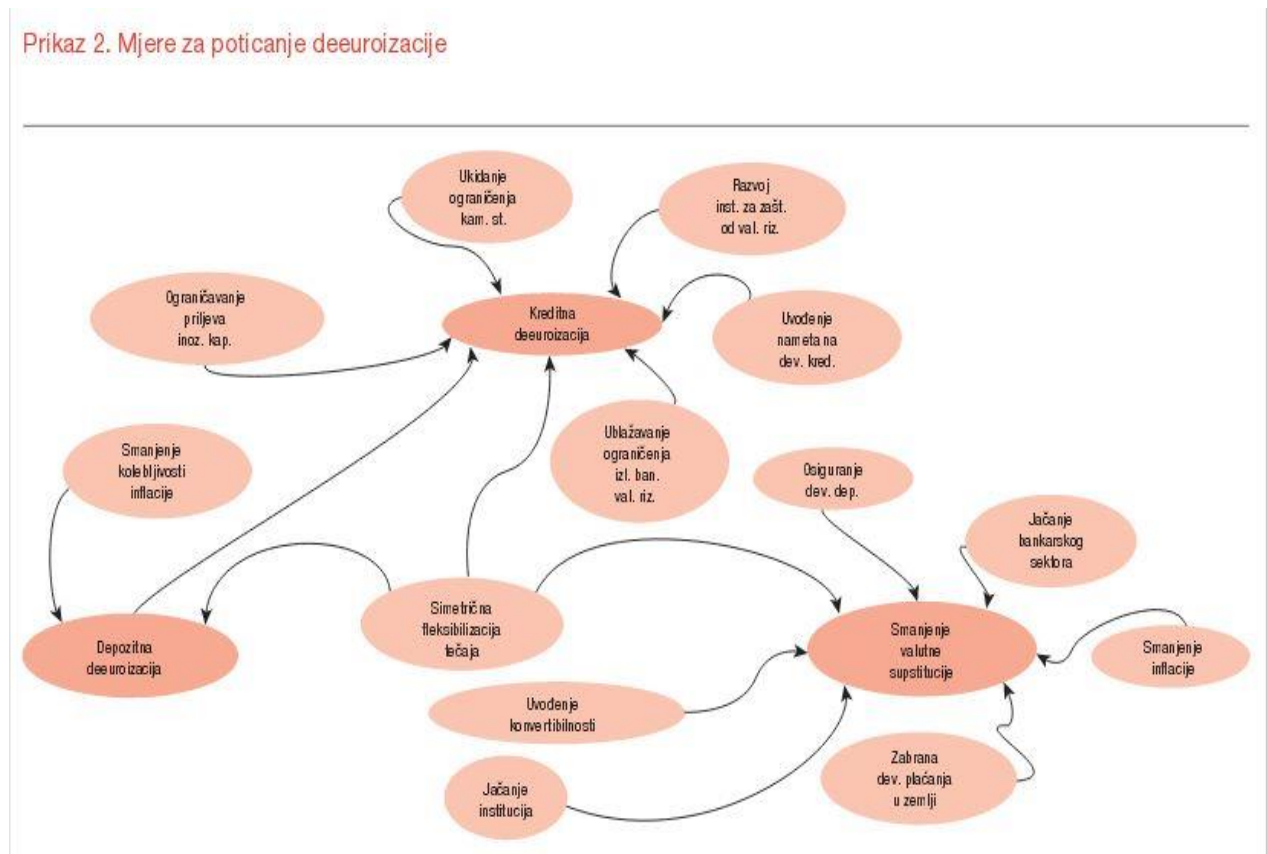
Treba proći mnogo vremena nakon stabilizacije ekonomije da ljudi promijene svoje navike i stečeno ponašanje prilagode novim ekonomskim uvjetima. Stoga jedino što nositelji ekonomske politike mogu učiniti glede smanjenja stupnja neslužbene eurizacije jest da provode dobar ekonomski program i potom čekaju da on počne davati rezultate, do čega će vjerojatno proteći mnogo godina.

Prema tome se zaključuje da, u skorijoj budućnosti, nije realno za očekivati značajnije pomake niti u Republici Hrvatskoj glede stupnja neslužbene euroizacije, mada će o deeuroizaciji u Hrvatskoj biti više riječi u sljedećem poglavlju.

Slika 2. prikazuje mjere za poticanje depozitne i kreditne deeuroizacije i smanjenje valutne supstitucije. Mjere za kreditnu deeuroizaciju su: ograničenje priljeva inozemnog kapitala, ukidanje ograničenja kamatne stope, razvoj institucija za zaštitu valutnog rizika, uvođenje nameta na devizne kredite i ublažavanje ograničenja izlaganja banaka vslutnom riziku. Smanjenje valutne supstitucije može se provesti putem: jačanja bankarskog sektora, osiguranja deviznih depozita, smanjenja inflacije, uvođenja konvertibilnosti, jačanja

institucija i zabrane deviznog plaćanja u zemlji. Smanjenje kolebljivosti inflacije mjera je za poticanje depozitne deeuroizacije, koja bi automatski poticala i kreditnu deeuroizaciju. Simetrična fleksibilizacija tečaja pozitivno bi utjecala na smanjenje svih oblika euroizacije.

Slika 2: Mjere za poticanje deeuroizacije



Izvor: Galac, 2011, str.6.

## **4. ANALIZA EUROIZACIJE U HRVATSKOJ**

Kako bi se moglo shvatiti postojanje aktualnog fenomena euroizacije u Republici Hrvatskoj potrebno je proći kroz gospodarska zbivanja koja su dovela do razvoja tog procesa, o čemu će biti više riječi u sljedećeg poglavlju.

### **4.1. POLITIČKO I GOSPODARSKO OKRUŽJE I EUROIZACIJA U HRVATSKOJ**

U Hrvatskoj se euro koristi neslužbeno u svakodnevnim transakcijama, ali u prometu i na bankovnim računima se ne mogu koristiti strana sredstva plaćanja. Riječ je o neslužbenoj euroizaciji u kojoj domaća valuta (konkretno kuna) više ima ulogu sredstva razmjene, dok strana valuta (euro) ima ulogu očuvanja vrijednosti realne imovine.

Kako bi se moglo shvatiti postojanje aktualnog fenomena euroizacije u Republici Hrvatskoj potrebno je proći kroz gospodarska zbivanja koja su dovela do razvoja tog procesa. Stoga će se u ovom dijelu rada dati kratki osvrt na povijesna kretanja u Republici Hrvatskoj, točnije monetarni razvoj u razdoblju od 1945.

Poslije Drugog svjetskog rata, Hrvatska je bila u sastavu SFRJ (Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije) zajedno sa Slovenijom, Srbijom, Bosnom i Hercegovinom, Crnom Gorom, Makedonijom i Kosovom. Financijski sustav u SFRJ se sastojao od centralne monetarne institucije (Narodne banke Jugoslavije), šest narodnih banaka zemalja članica i dvije narodne banke u autonomnim pokrajinama. Komercijalne banke bile su u formi osnovnih specijaliziranih financijskih institucija, štedionica, štednih i kreditnih zadruga te kao interne banke za financijsku pomoć velikim poduzećima sa ograničenom financijskom autonomijom. Za reviziju i financijsku kontrolu nad poduzećima bila je odgovorna Služba društvenog knjigovodstva. 1972. godine reformom Narodne banke Jugoslavije financijski sustav je decentraliziran tako što su narodne banke postale nezavisne u kreiranju instrumenata monetarne politike na republičkom nivou, što se nije dobro odrazilo na vođenje monetarne politike na nivou federacije u smislu nagomilanog inozemnog duga i pogrešnog alociranja inozemnih kredita. To je rezultiralo periodičnim devalvacijama i gubitcima na deviznim tečajevima te akumuliranjem gubitaka u centralnoj banci, koji su 1987. godine iznosili 70%



ukupne pasive republičkih narodnih banaka, odnosno oko 24% BDP-a. Došlo je do rasta međusobne zaduženosti i nelikvidnosti poduzeća. Karakteristike ovog financijskog sustava postale su visoka stopa inflacije koja je uzrokovala pad realnih kamatnih stopa, rastući deficit financiran od strane centralne banke, slaba valuta, rastuća nelikvidnost i nesolventnost banaka. Pad povjerenja stanovništva doveo je do pada bankovnih depozita u dinarima i rasta depozita u stranoj valuti (njemačkoj marki ili dolaru), pri čemu je SFRJ postala neslužbeno dolarizirana. Prethodno opisano stanje dovelo je do hiperinflacije od 2040% u 1989. godini, zbog čega je uveden stabilizacijski program fiksiranja tečaja dinara, koji je bio uspješan do lipnja 1990. godine kada je inflacija dosegla razinu od 300%, što je bilo sto puta više u odnosu na Njemačku. Nakon toga došlo je do pada izvoza, realnog BDP-a i deviznih rezervi, a kako bi se zaustavio daljnji pad rezervi vlada je naredila komercijalnim bankama u republici da izdaju kredite samo pojedinim poduzećima iz te republike, što je označilo početak kraja kredibiliteta Narodne banke Jugoslavije. 1991. raspala se SFRJ. (Fabris et al., 2004.)

Tranzicija, je proces prijelaza sa komandnog gospodarstva na tržišno (iz socijalizma u kapitalizam). Desetljeće tranzicije u Hrvatskoj možemo podijeliti u dvije faze. Prva faza u razdoblju od 1991. do 1993. godine obilježena je padom proizvodnje, visokom inflacijom i početkom osnivanja institucija tržišnog gospodarstva. 1994. godina predstavlja početak druge tranzicijske faze koja je okarakterizirana smanjenom stopom inflacije i povećanom proizvodnjom, a institucije su profunkcionirale i Hrvatska se integrirala u svjetska financijska tržišta. (Škreb, 1998.)

1991. Hrvatska je proglašena nezavisnom državom, ali je nastavila nositi teret SFRJ-a u vidu nezaposlenosti, opadajućeg društvenog proizvoda, rastuće inflacije i visokog vanjskog duga. Realne su kamatne stope na depozite zbog visoke stope inflacije bile negativne. Financijska su se sredstva ubrzano povlačila iz banaka. Trinaest od dvadeset i osam banaka u Hrvatskoj 1991. godine bilo je nesolventno. Inflacija je konstantno rasla te je 1992. i 1993. godine dosegla razinu od 1000%. Bilo je potrebno izraditi cjeloviti stabilizacijski program ponajviše baziran na dezinflacijsku politiku. Tijekom početne faze stabilizacijskog programa još je pooštrena novčana politika, cijene javnih i komunalnih službi su usklađene kako bi se uklonili gubici tih poduzeća koji su opterećivali proračun, kontrolirane su plaće u javnom sektoru i izglasan je gotovo uravnoteženi proračun središnje države. (Škreb, 1998.)

Antiinflacijski program zamišljen kao cjelovit skup mjera ne samo za uklanjanje inflacije, već i njezinih generatora, donesen je 1993. godine. Predviđeno je da se ostvari u tri faze: (Nikić, 2003.):

- Prva faza - kratkoročan antiinflacijski program koji brzo mora oboriti inflaciju i tako pružiti osnovicu radikalnijem reformiranju gospodarstva. Već prije ostvarenoj restriktivnosti monetarne politike i politike dohotka valjalo je dodati puno uravnoteženje proračuna
- Druga faza – trebalo je pokrenuti proces ubrzane privatizacije, započeti proces sanacije banaka te uravnotežiti proračun u svrhu osiguranja dugoročne makroekonomske stabilnosti
- Treća faza – trebalo je uspostaviti vanjsku konvertibilnost valute i osigurati opću unutarnju i vanjsku ravnotežu kao pretpostavke dugoročno održivog rasta

Ključ za uspjeh prethodno spomenutog stabilizacijskog programa bila je konvertibilnost valute, čime se steklo povjerenje stanovništva u domaću valutu jer im se jamčilo da će nakon što konvertiraju sredstva u domaću valutu biti ponovno u mogućnosti zamijeniti ih za stranu valutu. Nakon toga je uslijedilo razdoblje aprecijacije domaće valute i to je predstavilo početak precijenjenosti domaće valute što je razvilo šok kojem se domaći izvoznici nisu uspjeli prilagoditi. (Kraft, 2002.)

Trend aprecijacije domaće valute nastavio se i u kasnijim razdobljima, što je potaklo rast deficita platne bilance i vanjsko zaduživanje, ali je s druge strane jačanje domaće valute u odnosu na čvrste strane valute dovelo do političkog prestiža. Ipak, nedostatak investicija, loša privatizacija, presporo restrukturiranje, nepoštivanje financijske discipline i pretjeran rast poreznog tereta te prebrz rast potrošnje utjecali su na stagnaciju i pad konkurentnosti hrvatskog gospodarstva na svjetskom tržištu. Ako je domaća valuta precijenjena, onda domaći proizvođači ne gube konkurentnost samo na vanjskom, nego i na domaćem tržištu, radi jeftinog uvoza. Navedeno stanje, u krajnjoj liniji, može utjecati na produženu recesiju i pojavu valutne krize. (Nikić, 2003.)

Polu godine nakon uvođenja stabilizacijskog programa, uvedena je stalna valuta – kuna, koja je postala jedina službena valuta u Hrvatskoj. Stabilizacijskim programom domaća valuta vezana je za njemačku marku (kasnije euro). Vezivanje vlastite valute za valutu niske

inflacije značilo je uvoz antiinflacijske monetarne politike. Hrvatska je u drugoj fazi tranzicije imala najmanju prosječnu stopu inflacije u usporedbi sa drugim tranzicijskim zemljama, što je rezultiralo i većom otvorenosti prema svjetskom tržištu. Unatoč niskoj inflaciji i uspješno provedenom stabilizacijskom programu, gospodarska situacija u Hrvatskoj je i dalje bila poprilično loša s obzirom na nisku konkurentnost gospodarstva, visok vanjski dug i nezaposlenost, što se nije promijenilo ni do danas. Ipak, stabilnost domaće valute zbog prijašnjih inflacijskih iskustava nije istisnulo iz upotrebe stranu valutu, prije svega marku i kasnije euro. Građani su i dalje mjerili vrijednost, posebice vrijednijih dobara u eurima te štedjeli u istima. To je sve dovodilo do visokog stupnja euroizacije čiju ćemo nalizu predstaviti u sljedećem poglavlju.

## **4.2. STUPANJ EUROIZACIJE DEPOZITA I KREDITA U HRVATSKIM BANKAMA**

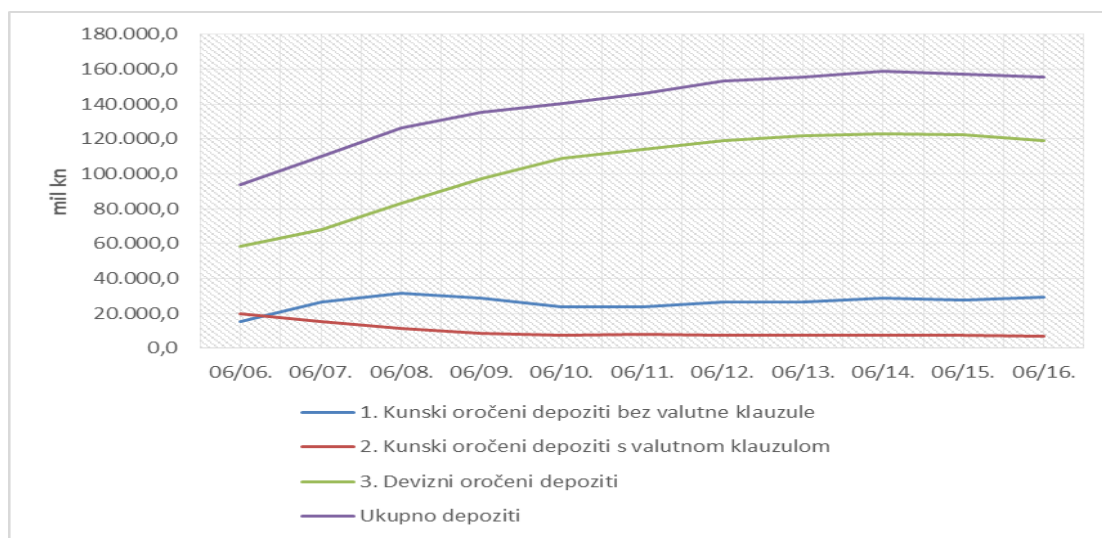
U ovom dijelu rada bit će analiziran stupanj neslužbene euroizacije primljenih depozita i odobrenih kredita u Hrvatskoj u posljednjem desetljeću. Za analizu se uzimaju statistički podatci o valutnoj strukturi primljenih depozita i danih kredita dostupni na službenoj stranici Hrvatske narodne banke, zatim podatci o valutnoj strukturi depozita i kredita iz konsolidirane bilance monetarnih institucija kako bi se analizirale neke pojave u dužem razdoblju te polugodišnji podatci o kamatnim stopama na depozite poslovnih banaka.

### **4.2.1. EUROIZACIJA DEPOZITA U HRVATSKIM BANKAMA**

Držanje depozita u stranoj valuti može se opravdati motivom očuvanja realne vrijednosti financijske imovine, što je odraz racionalnog ponašanja pojedinca. Dok se domaća valuta percipira kao nestabilna i nesigurna, šteti se u stabilnijoj valuti, konkretno eurima u slučaju Hrvatske. Međutim, kada se u zemlji sva plaćanja vrše u domaćoj valuti to nije uvijek najbolja odluka jer ukoliko se devizni tečaj počne kretati u neželjenom smjeru, tj. dođe do neočekivanog pada eura ostvarit će se gubitci jednog dijela uštedevine, a cijene u zemlji neće pratiti taj tempo.

Na grafikonu 1. prikazano je kretanje primljenih oročenih depozita (deviznih, kunskih sa i bez valutne klauzule) u hrvatskim bankama u zadnjem desetljeću. U razdoblju do 2014. godine ukupni depoziti su kontinuirano rasli, razlog tome može biti povećanje povjerenja u bankovni sustav i izvlačenja novca iz „čarapa“ ili priljevi iz inozemstva. Nakon toga su počeli blago opadati kao i devizni oročeni depoziti. Kunski oročeni depoziti su dosta oscilirali u promatranom periodu, znatno su se povećali do 2008., nakon čega je uslijedilo kratko razdoblje pada prepisano pojavi gospodarske krize. U 2009. godini njihov iznos pao je sa 31 mil na 29 mil kn, a u 2010. godini na čak 23 mil, nakon čega se nastavio oscilirajući trend do 2016. kada su iznosili 29 mil kn. Krajem 2006. godine iznos kunskih oročenih depozita s valutnom klauzulom je pao ispod razine kunskih oročenih depozita te se do 2016. znatno smanjio.

**Grafikon 1:** Kretanje primljenih oročenih depozita u hrvatskim bankama na kraju drugog tromjesečja od 2006. godine do 2016. godine.

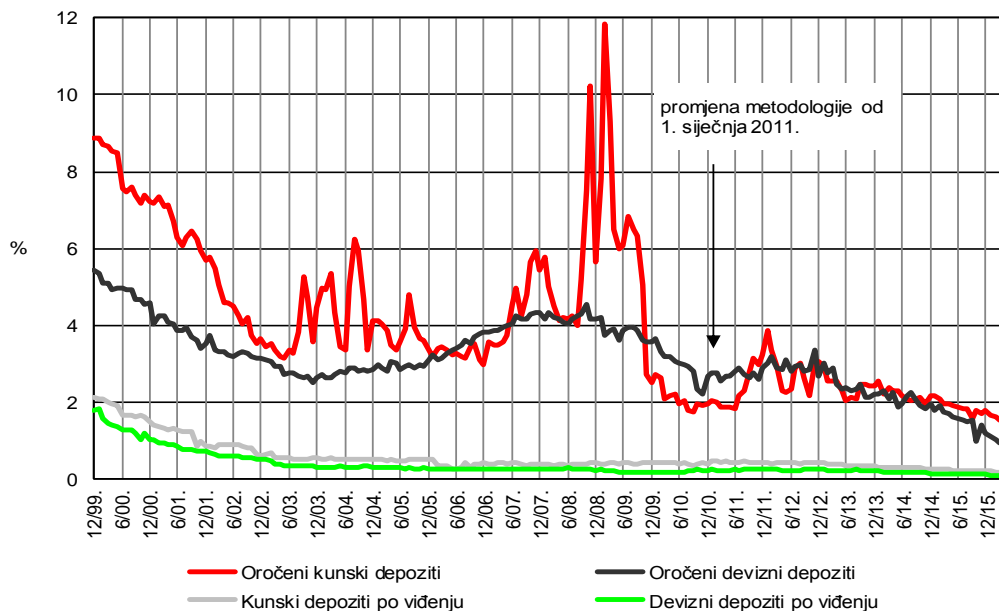


Izvor: Izračun autora prema podacima Hrvatske narodne banke

Proučavajući kretanje oročenih depozita nužno je osvrnuti se i na pasivne kamatne stope, koje su u hrvatskim bankama u doba gospodarske krize bile relativno visoke zbog skupljih alternativnih izvora financiranja na stranom tržištu, a kamatne razlike bile su dovoljan razlog nerezidentima da svoju štednju prebace u hrvatske banke. Nakon toga, pasivne kamatne stope bilježile su smanjenje i stagnaciju. Grafikon 2. prikazuje polugodišnje kretanje prosječnih pasivnih kamatnih stopa poslovnih banaka na oročene kunske i devizne depozite u razdoblju od 1999. do 2015. godine. Kamatna razlika između ovih kamatnih stopa, umanjena za premiju

valutnog rizika i rizika likvidnosti, tj. njezino kretanje trebalo bi upućivati na relativnu privlačnost jedne vrste depozita u odnosu na drugu, c.p..

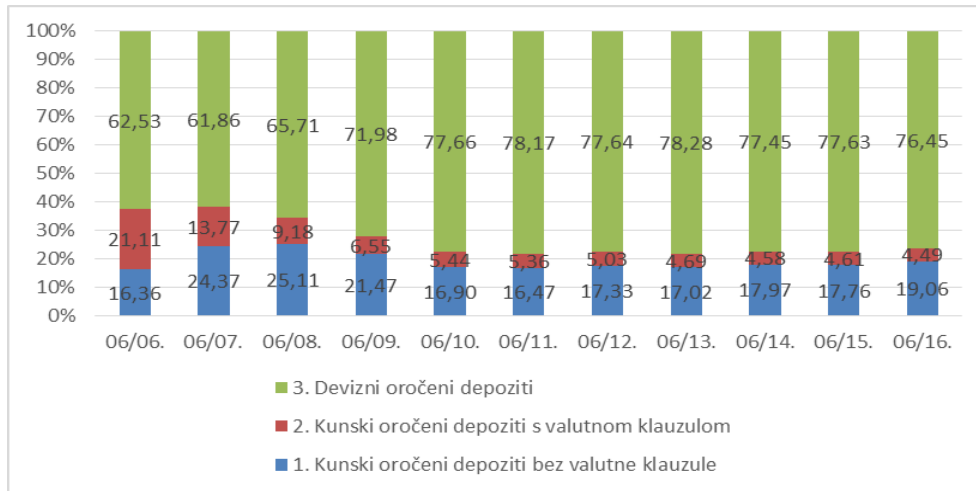
**Grafikon 2:** Prosječne pasivne kamatne stope banaka



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

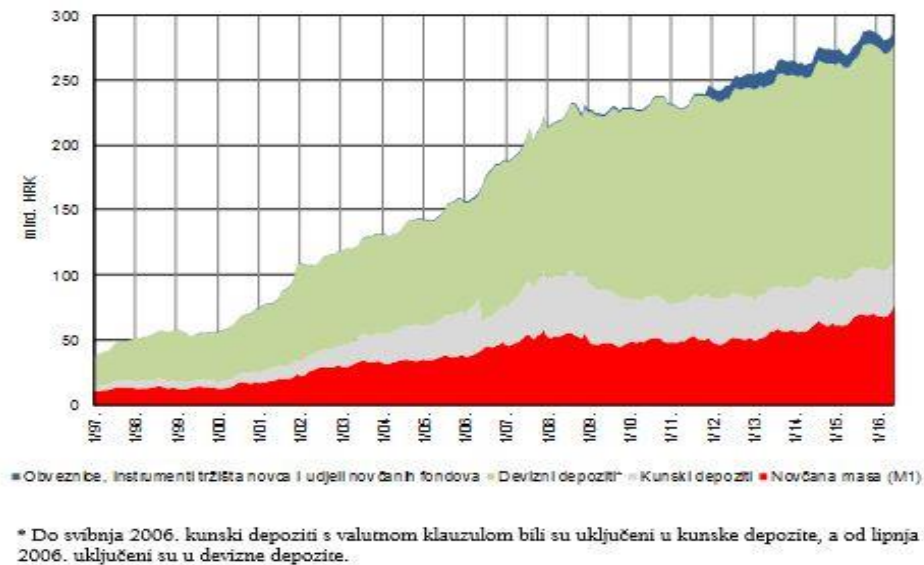
Grafikon 3. prikazuje strukturu oročenih depozita (deviznih, kunskih sa i bez valutne klauzule) na kraju drugog tromjesečja u periodu od 2006. do 2016. godine. Udio deviznih oročenih depozita u ukupnim depozitima je padao do 6. mjeseca 2007. godine, nakon čega je u 2008. godini porastao za 3,85 postotnih poena u odnosu na 2007. godinu, a potom je slijedio uzlazni trend do 2011. kada je bio veći za čak 12,46%. Od tada do kraja promatranog razdoblja nije bilo većih oscilacija. Istovremeno su se kunski oročeni depoziti kretali u drugom smjeru. Do trećeg tromjesečja 2008. godine udio kunskih oročenih depozita je rastao, nakon čega se u 2009. smanjio za 3,64 postotnih poena u odnosu na 2008., te se u 2010. smanjio za 4,57 postotnih poena u odnosu na 2009. Razlog tome može biti ulazak gospodarske krize u Hrvatsku. Nakon dužeg perioda iskazivanja nepovjerenja u domaću valutu postupno se počela popravljati situacija i u strukturi kunskih oročenih depozita. Od 2011. do 2015. godine udio kunskih oročenih depozita u ukupnim depozitima kretao se oko 17%, a u 6.mjesecu 2016. porastao je na 19,06%.

**Grafikon 3:** Kretanje strukture oročenih depozita na kraju drugog tromjesečja u periodu od 2006. do 2016. godine u hrvatskim bankama



Izvor: Izračun autora prema podacima Hrvatske narodne banke

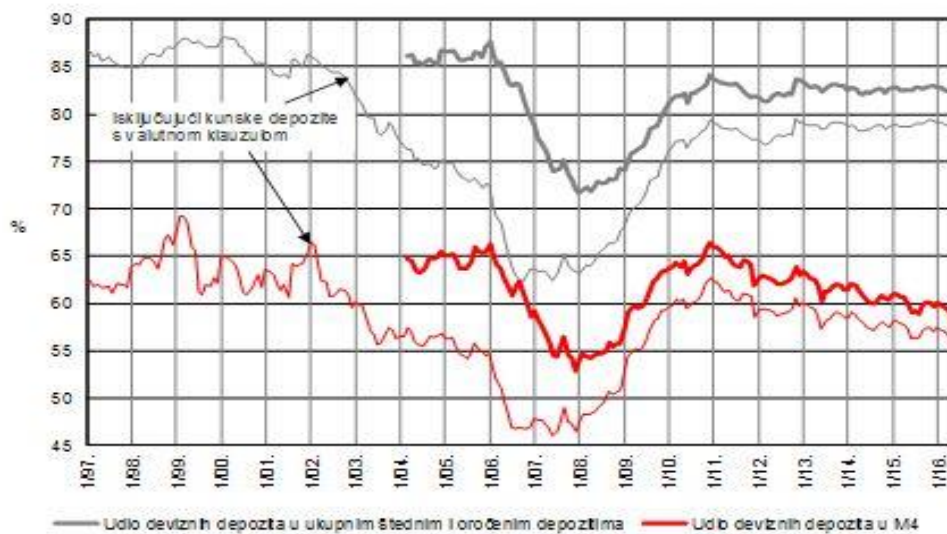
**Grafikon 4:** Monetarni agregat M4 u razdoblju od 1997. do 2016. godine



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

Monetarni agregat M4 (ukupna likvidna sredstva) obuhvaća: novčanu masu M1, štedne i oročene depozite, devizne depozite, obveznice i instrumente tržišta novca te izdane udjele novčanih fondova. Iz Grafikona 4. vidljivo je da najveći udio u M4 imaju devizni depoziti te da se njihov udio kroz promatrano razdoblje konstantno povećava.

Grafikon 5: Udio deviznih depozita u ukupnim depozitima i M4 u razdoblju od 1997. do 2016. godine



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

Razlog porasta deviznih depozita u ukupnim depozitima od 2008. godine može se pronaći u priljevu kapitala iz inozemstva od strane nerezidenata koji nisu konvertirali svoja sredstva u kune već su ih ostavili u početnoj valuti. Nerezidentima je radi većih kamatnih stopa na depozite u Hrvatskoj isplativo i vrlo atraktivno štedjeti u hrvatskim bankama. Još jedan od mogućih razloga porasta deviznih depozita vezan je za veću prodaju udjela na tržištu kapitala u prvoj polovici 2008. godine, kada su zbog udara krize na tržištu kapitala cijene dionica počele padati, što je stvorilo paniku i veću prodaju. Vrlo vjerovatno je da su vlasnici dionica i udjela u investicijskim fondovima novac od prodaje prebacili u depozite kod banaka (u eurima), zbog čega su devizni i ukupni depoziti u bankama porasli.

S obzirom na odnos oročenih deviznih i kunskih depozita vidljivo je da je stupanj supstitucije depozita u Hrvatskoj na visokoj razini i prvenstveno je vezan za supstituciju domaće valute za euro. Ovi pokazatelji su dokaz da postoji visok stupanj neslužbene euroizacije u hrvatskom bankovnom sektoru, što potvrđuje hipotezu H1.

#### 4.2.2. EUROIZACIJA KREDITA U HRVATSKIM BANKAMA

Banke pribavljaju kreditna sredstva i prikupljaju depozite u domaćoj i stranim valutama od domaćih i stranih fizičkih i pravnih osoba. Prikupljene depozite i pribavljena sredstva u zemlji i iz inozemstva već nekoliko godina usmjeravaju pretežito u kredite stanovništvu, ostvarujući pritom visoku zaradu. Banke inzistiraju na odobravanju kredita u određenoj stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu na određenu stranu valutu onda kada očekuju deprecijaciju domaće valute prema toj stranoj valuti, ali isto tako ukoliko imaju većinu izvora sredstva u toj stranoj valuti, pa tako porast deviznih depozita uzrokuje porast deviznog kreditiranja. Jednako kao što banke izravnavaju svoje otvorene valutne pozicije, kako bi se zaštitile od valutnog rizika, tako se ponašaju i pojedinci. Ukoliko imaju kredite vezane za euro, štedeći u eurima pokušati će izravnati svoju valutnu poziciju, ali će i dalje postojati nesklad dok su plaće izražene u kunama. Na taj način se stvaraju uzročno posljedične veze koje potiču razvoj neslužbene euroizacije.

Uvriježeno je mišljenje da povećani stupanj depozitne euorizacije uzrokuje povećanje kreditne euorizacije, ali čini se da postoji i obrnuta uzročnost od kredita ka depozitima, što znači da način vođenja monetarne politike utječe na stupanj euorizacije depozita. Potvrdu ove teze nalazimo u istraživanju Galca (Galac, 2011).

Naime, Galac (2011) je krenuo od strukturnog modela kreditne odnosno depozitne euroizacije, koji se zasniva na načelu nepokrivenog kamatnog pariteta, a on nalaže da je omjer ponude kunskih i ukupnih depozita (potražnje za kunkskim u ukupnim kreditima) u pozitivnoj vezi sa razlikom razlike između kamata na kunske depozite (kredite) i kamata na nekunske depozite (kredite) i očekivane promjene vrijednosti eura mjerene u kunama. Inflacijska očekivanja također mogu bitno utjecati na ponudu kunskih depozita, tj. potražnju za kunkskim kreditima.

U ocjenjivanju parametara takvog modela postoje određene poteškoće. Ukoliko tržište nije razvijeno, ne postoje financijski instrumenti iz čijih bi se cijena mogla izvesti inflacijska očekivanja i očekivanja budućih kretanja deviznog tečaja - stoga se očekivanja zasnivaju na nedavnoj prošlosti njihovih trendova. Drugi problem strukturnog modela je u simultanosti između stupnja euroizacije i relevantne kamatne razlike te mogućnost utjecaja banaka na valutnu strukturu potražnje za kreditima putem necjenovnih signala. Zbog ovih potencijalnih poteškoća u modelu Galac uključuje činitelje i ponude i potražnje te u analizi uzima u obzir detaljni skup podataka i 4 modela kreditne eroizacije. Zavisna varijabla u svim modelima je



postotna mjesečna promjena stupnja kreditne euroizacije, dok se nezavisne varijable dijele na pomoćne varijable, varijable očekivanja (zaostajuće vrijednosti jednogodišnjeg dvogodišnjeg ili trogodišnjeg trenda tečaja i inflacije) i varijable regulatornog troška (monetarne i bonitetne mjere HNB-a).

Model 1 upućuje na to da bonitetne mjere imaju izrazito veliki značaj za smanjenje kreditne euroizacije, pogotovo u razdoblju nakon njihovog uvođenja, a slabljenje kune u kratkom roku je u pozitivnoj vezi sa povećanjem kreditne euroizacije, dok je u duljem roku ta veza negativna. Nadalje, statistički su neznačajni sljedeći pokazatelji: veza između kreditne euroizacije i monetarnih mjera HNB-a, veza između kreditne euroizacije i prijašnjeg kretanja inflacije i indikator krize. Ako iz Modela 1 isključimo statistički neznačajne nezavisne varijable, dobije se Model 1b u kojem su koeficijenti uz nezavisne varijable preciznije procijenjeni i on upućuje na moguću vezu depozitne i kreditne euroizacije. Dodatna provjera pouzdanosti prva dva modela je Model 2 u kojem promjena tečaja više nije statistički značajna varijabla. Eliminacijom svih statistički neznačajnih varijabli iz trećeg modela dobije se Model 2b, u kojem je većina procijenjenih koeficijenata po vrijednosti blizu onima iz Modela 1b, s tim da u Modelu 2b promjena mjere depozitne euroizacije opet postaje statistički neznačajna, a indikator krize statistički značajan.

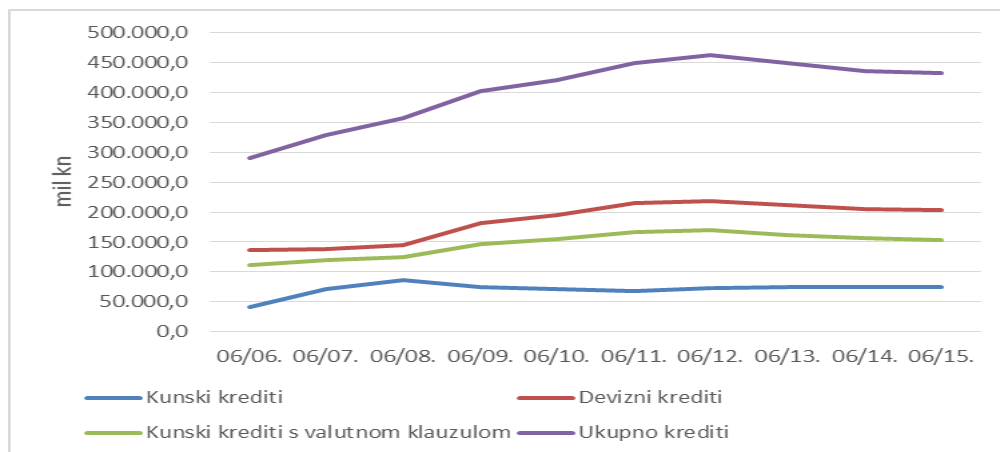
Provedenom analizom Galac potvrđuje da na kretanje stupnja kreditne euroizacije utječe mjera HNB-a za poskupljivanje deviznog kreditiranja subjekata koji ne ostvaruju devizne prihode. Dugoročni trend deviznog tečaja utjecao je na ponudu kunskih kredita, a ne može se isključiti ni utjecaj globalne krize, mada je identifikacija njenog utjecaja otežana zbog prisutnosti drugih varijabli. Također, postoji i pozitivna veza između depozitne i kreditne euroizacije, ali ne postoji utjecaj dugoročnog kretanja inflacije na stupanj euroizacije.

U analizi su ocjenjena i četiri modela depozitne euroizacije, slično kao za kreditnu euroizaciju. Zavisna varijabla u svim modelima je mjesečna postotna promjena stupnja depozitne euroizacije, a nezavisne varijable su: promjena omjera blokiranih depozita prikupljenih na posebnim računima banaka i slobodnih depozita kod banaka, indikatori za neke mjesece u kojima su neobično niske ili visoke vrijednosti zavisne varijable te zaostajuće postotne promjene varijabli koje služe za modeliranje dijela varijacije zavisne varijabli koji nije objašnjen ostalim varijablama. Glavna razlika u odnosu na modele kreditne euroizacije je u pojavljivanju istodobne postotne mjesečne promjene stupnja kreditne euroizacije. Indikatorske varijable regulatornog troška odnose se samo na one monetarne i bonitetne mjere HNB-a za koje podaci iz prošlih razdoblja ukazuju da bi mogle biti povezane sa depozitnom

deeuroizacijom ili reeuroizacijom. Kao i u modelima kreditne euroizacije, koeficijenti uz nezavisne varijable imaju očekivane predznake tamo gdje su statistički značajne, a indikator krize je statistički neznačajan u sva četiri modela. Najzanimljiviji u analizi su ocijenjeni koeficijenti uz indikatore razdoblja u kojima su na snazi bili mjere HNB-a koje su imale izravan utjecaj na stupanj depozitne euroizacije. Glavna posljedica tih mjera bila je pokretanje ciklusa rekapitulacije banaka, pa je relativna potražnja banaka za kunskim depozitima bila manja, s obzirom da je kapital bio supstitut kunskim depozitima u strukturi obveza banaka. Promjena kreditne euroizacije je u sva četiri modela u pozitivnoj i statistički značajnoj vezi s promjenom depozitne euroizacije. Trend tečaja je statistički značajan, ali sa iznenađujuće niskim predznakom i to samo u modelima 1 i 1b, pa se može zaključiti da ipak ne postoji veza između trenda deviznog tečaja i promjene u stupnju depozitne euroizacije. Trend inflacije je statistički značajan u sva četiri modela, također s negativnim predznakom. Koeficijent uz istodobnu primjenu kreditne euroizacije i koeficijent uz zaostajuću vrijednost kreditne euroizacije su pozitivni i statistički značajni u svim modelima. To upućuje na dvojak utjecaj promjene stupnja depozitne euroizacije na kreditnu euroizaciju jer valutna struktura kreditnog rasta utječe na depozitnu euroizaciju, nakon čega banke u sljedećem mjesecu dodatno prilagođavaju svoju otvorenu deviznu poziciju privlačenjem kunskih ili nekunskih depozita, ovisno o udjelu kunskih u ukupnim kreditima banaka. Promjena stupnja kreditne euroizacije može utjecati na promjenu stupnja depozitne euroizacije i u istom i u idućem mjesecu.

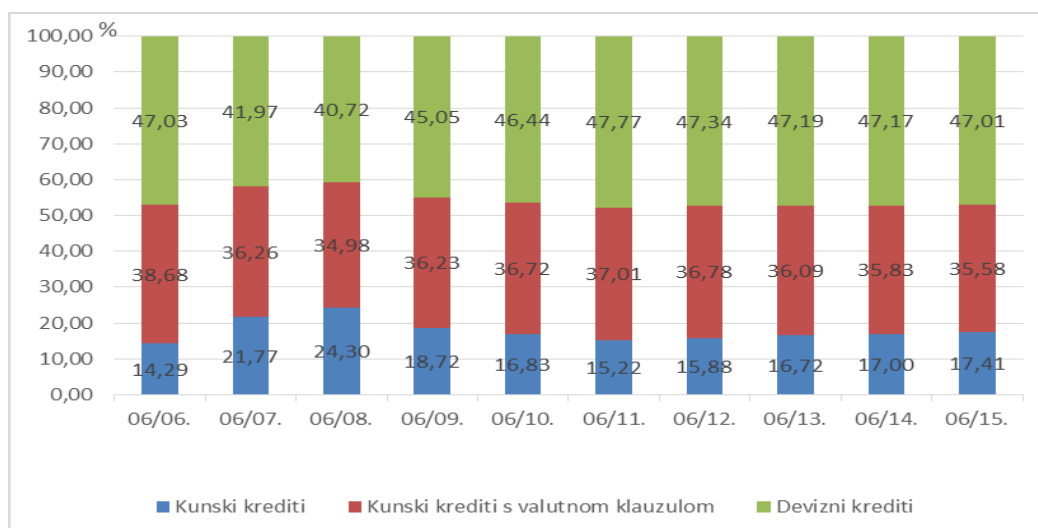
Na grafikonu 6. prikazano je kretanje danih kredita (depozitni krediti, kunski krediti, kunski krediti s valutnom klauzulom) u hrvatskim bankama u razdoblju od 2006. do 2015. na kraju drugog tromjesečja. Od početka promatranog razdoblja čisti kunski krediti bili su popularni i u porastu do 2008., kada je nastupila gospodarska kriza. Nakon toga iznos kunskih kredita je počeo padati i pad se nastavio sve do 2012. godine, kad je došlo do blagog porasta, ali ni u 2015. godini nije dosegao razinu iz 2008. godine. Upravo suprotno, iznosi deviznih kredita i kunskih kredita s valutnom klauzulom su porasli s pojavom krize u 2008. godini. Razlog za to bilo je nepovjerenje deponenata u stabilnost domaće valute te davanje povjerenja stranoj valuti, koju su bankari predstavljali sigurnom, inzistirajući na kreditima vezanim za nju. Rast se nastavio sve do 2012., nakon čega je uslijedio pad do kraja promatranog razdoblja, povezan s rastom čistih kunskih kredita. Na grafikonu 7. prikazano je kretanje strukture odobrenih kredita u istom razdoblju. Iz grafičkih prikaza očit je porast neslužbene euroizacije u zemlji.

**Grafikon 6:** Kretanje odobrenih kredita u hrvatskim bankama u razdoblju od 2006. do 2015. godine na kraju drugog tromjesečja



Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske narodne banke

**Grafikon 7:** Kretanje strukture odobrenih kredita na kraju drugog tromjesečja u razdoblju od 2006. godine do 2015. godine u hrvatskim bankama

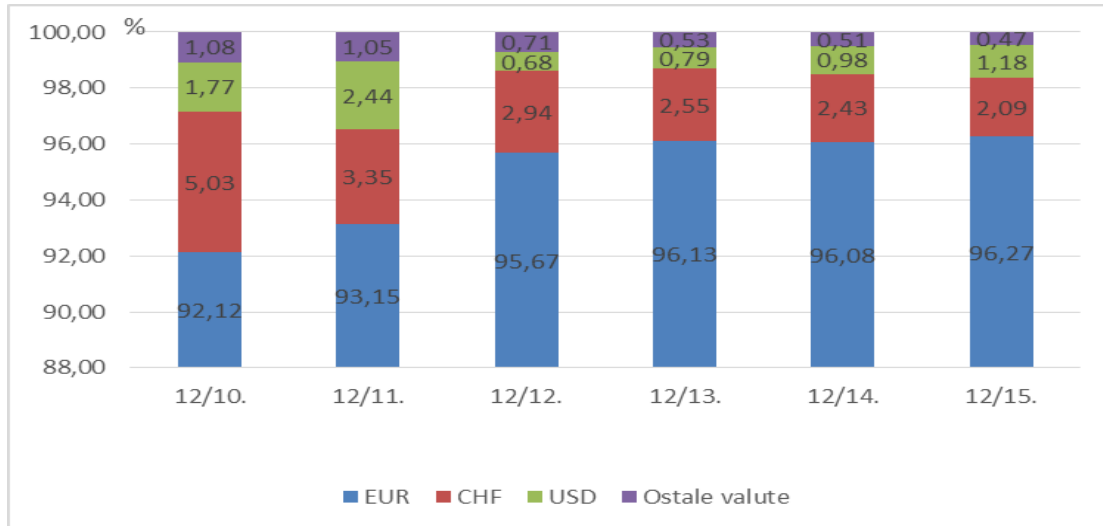


Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske narodne banke

Na grafikonu 8. prikazano je kretanje valutne strukture odobrenih kredita u hrvatskim bankama na kraju razdoblja od 2010. do 2015. godine. Krediti u eurima i s valutnom klauzulom na euro dominirali su tijekom cijelog promatranog razdoblja, i to sa udjelom u ukupnim kreditima preko 90%. Udio kredita u eurima rastao je konstantno, a u 2015. godini bio je čak 96,27%. Udio kredita u švicarskim francima u ukupnim kreditima se smanjivao tijekom vremena, te je 2015. godine bio samo 2,09%. Krediti u švicarskim francima i s valutnom klauzulom na frank bili su popularni u 2006./2007. godini zbog nižih kamatnih stopa, međutim to nije bilo dugoročno isplativo jer je frank ubrzo počeo jačati u odnosu na

kunu. To je razlog pada kredita u švicarskim francima vidljivog na priloženom grafikonu. Udio kredita u američkim dolarima bio u porastu do 2011., nakon čega je uslijedio blagi pad i stagnacija. Dolar je inače nestabilna valuta, koja često bilježi padove i ne isplati se vezati kredite za nju.

**Grafikon 8:** Kretanje valutne strukture odobrenih kredita u hrvatskim bankama na kraju razdoblja od 2010. do 2015. godine.



Izvor: izrada autora prema podatcima Hrvatske narodne banke

Valutna struktura primljenih depozita i odobrenih kredita u hrvatskom bankovnom sektoru pokazuje vrlo visoku euroiziranost hrvatske ekonomije. Uz to, hipotezu H1 potvrđuje činjenica da kreditna euroizacija izlaže financijski sustav neke zemlje specifičnoj vrsti sistemskog rizika – povećanju agregatnog kreditnog rizika zbog slabljenja domaće valute prema košarici valuta u kojima se odobravaju devizno nominirani krediti. Ovaj rizik posebno je izražen kod kredita stanovništvu i malim poduzećima neizvoznicima koji ne ostvaruju devizne prihode i nemaju mogućnosti kompenziranja negativnih učinaka promjene tečaja, a često se materijalizira u doba cikličkog usporavanja ili velikih gospodarskih poremećaja i potiče nositelje ekonomske politike na mjere za obranu valutnog tečaja domaće valute. Usprkos svemu, u Hrvatskoj se i dalje tolerira rastuća euroizacija depozita i kredita, što zbog visokog inozemnog duga povećava osjetljivost ukupnog financijskog sustava na deprecijaciju kune. Dakle, nestabilnost valute uzrokuje pad njene vrijednosti i porast stope inflacije, što vodi nepovjerenju građana u sposobnosti monetarnih vlasti i sve većoj euroizaciji u pokušaju očuvanja vrijednosti imovine. Prevencija rizika od pada vrijednosti domaće valute je

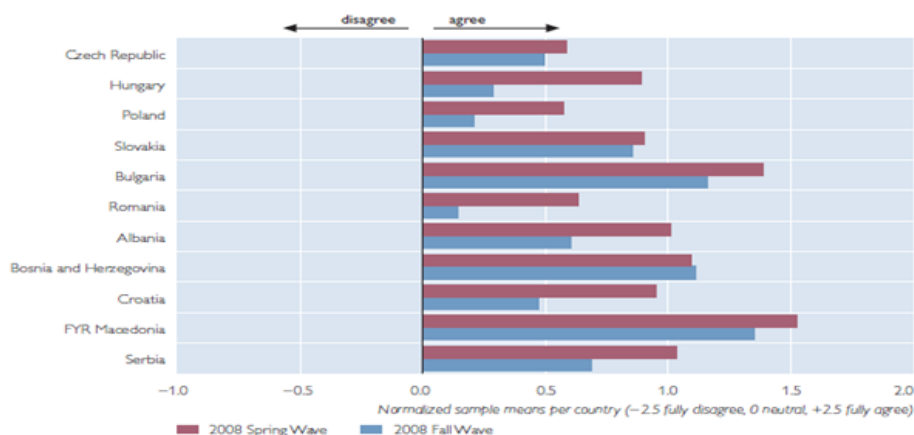
održavanje stabilnosti i konvertibilnosti valute, kako deprecijacija ne bi rasla iznad 10% čime bi Hrvatska postala novi primjer zemlje s problemom valutne, bankovne ili dužničke krize (zbog visokog inozemnog duga). (Galac, 2011.)

### 4.3. USPOREDBA HRVATSKE SA ZEMLJAMA REGIJE

Istraživanje o držanju strane valute u zemljama Srednje, Istočne i Južnoistočne Europe – zemlje CESSE (Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Srbija, Makedonija, Albanija, Bugarska, Češka, Slovačka, Mađarska, Poljska, Rumunjska; kasnije je Slovačka isključena iz istraživanja) provela je Narodna banka Austrije tijekom listopada i studenog 2008. godine u razdoblju kada je globalna financijska kriza stigla u Europu. Te rezultate usporedila je sa istim istraživanjem provedenim u svibnju i lipnju te godine dok kriza još nije imala utjecaja. Istraživanje je provedeno anketiranjem građana (1000 ispitanika u svakoj zemlji) koji su dali odgovore na pitanje koliko štede i u kojim valutama, kada koriste gotovinu, kakva su njihova inflatorna očekivanja i koliko vjeruju bankama. Dobiveni rezultati pokazuju da je u svibnju i lipnju 2008. godine, u odnosu na ono kasnije provedeno istraživanje, bilo manje pesimizma glede ekonomske situacije u svim zemljama, uključujući i Hrvatsku. S pojavom gospodarske krize, opalo je i povjerenje u stabilnost domaće valute i u banke. U svim zemljama, osim u Bosni i Hercegovini, palo je povjerenje u euro, ali u svim zemljama se euro još uvijek smatra izuzetno pouzdanom i stabilnom valutom. (Dvorsky et al., 2009.)

Na grafikonu 9. je vidljivo da je u svim zemljama stanovništvo pokazivalo veliko povjerenje u euro s obzirom da se većina ispitanika složila sa tvrdnjom da je euro stabilna valuta.

**Grafikon 9:** Odgovor na tvrdnju „Euro je vrlo stabilna i pouzdana valuta“

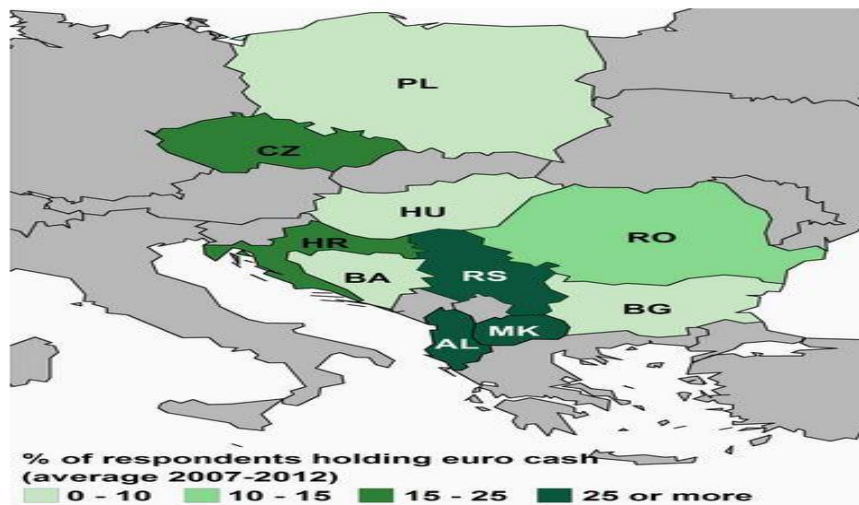


Izvor: Dvorsky et al, 2009.

Ovo istraživanje Narodna banka Austrije provodila je od 2007. do 2014. dva puta godišnje, a od 2015. godine jednom godišnje.

Na slici 3. prikazano je koliko je ispitanika u periodu od 2007. do 2012. godine držalo gotovinu u eurima. U Poljskoj, Bugarskoj, Mađarskoj i Bosni i Hercegovini je bilo 0-10%, u Rumunjskoj 10-15% ispitanika, Hrvatskoj i Češkoj 15-25%, a 25% i više ispitanika u Srbiji, Albaniji i Makedoniji.

Slika 3. Držanje gotovine u eurima od 2007. do 2012. godine u zemljama CESEE

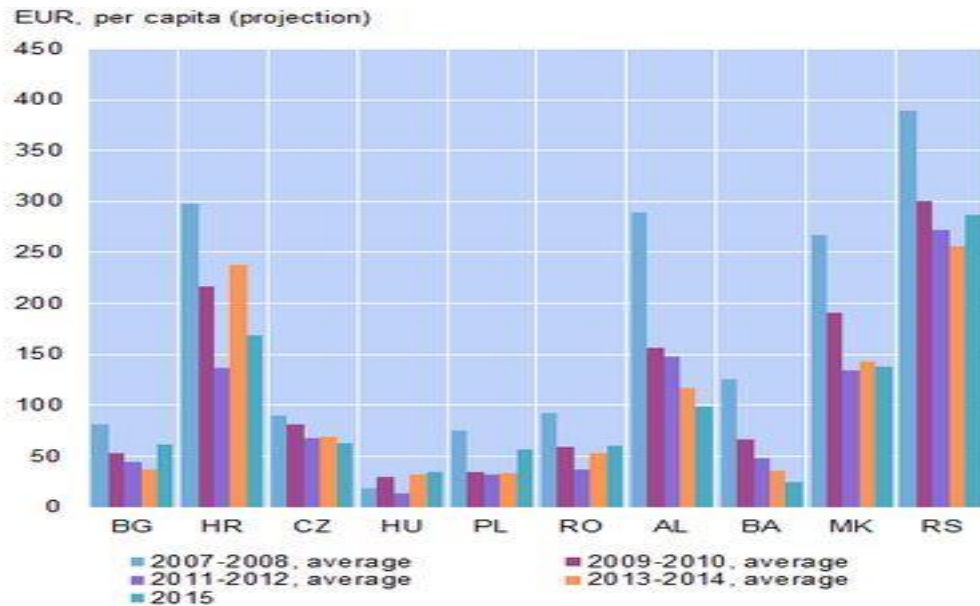


Izvor: [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

Grafikon 10. prikazuje količinu gotovine u eurima držane od strane pojedinaca u zemljama CESEE u razdoblju od 2007. do 2015. godine. Rezultati provedeni od strane Narodne banke Austrije pokazuju da postoji visoki stupanj neslužbene euroizacije, pogotovo u zemljama Balkana. U Hrvatskoj, Bosni i Hercegovini, Srbiji i Makedoniji euro se koristi isključivo kao sredstvo očuvanja vrijednosti realne imovine i kao mjera vrijednosti, dok je u zemljama centralne Europe (Poljska, Češka) svrha držanja eura plaćanje. Euroizacija se u zemljama jugoistočne Europe najčešće javlja u obliku supstitucije financijske imovine, s tim da je uobičajeno da se stanovi i automobili kupuju, a najamnine plaćaju u eurima. U zemljama centralne Europe supstitucija je prisutna, ali u manjoj mjeri. Kao što je prethodno spomenuto, u promatranom razdoblju u držanju gotovine u eurima prednjače zemlje Balkana, najviše Srbija i Hrvatska, a zatim Albanija i Makedonija. Najviše eura per capita u gotovini ispitanici su držali u razdoblju 2007.-2008. godine, a jedan od mogućih razloga je što su rezidenti na početku svjetske financijske krize prodavali dionice i gotovinu konvertirali u eure. U svim

zemljama, osim Mađarske, u 2009. godini uslijedio je pad iznosa držane euro gotovine sve do 2013. godine, kada je došlo do blagog porasta u većini zemalja.

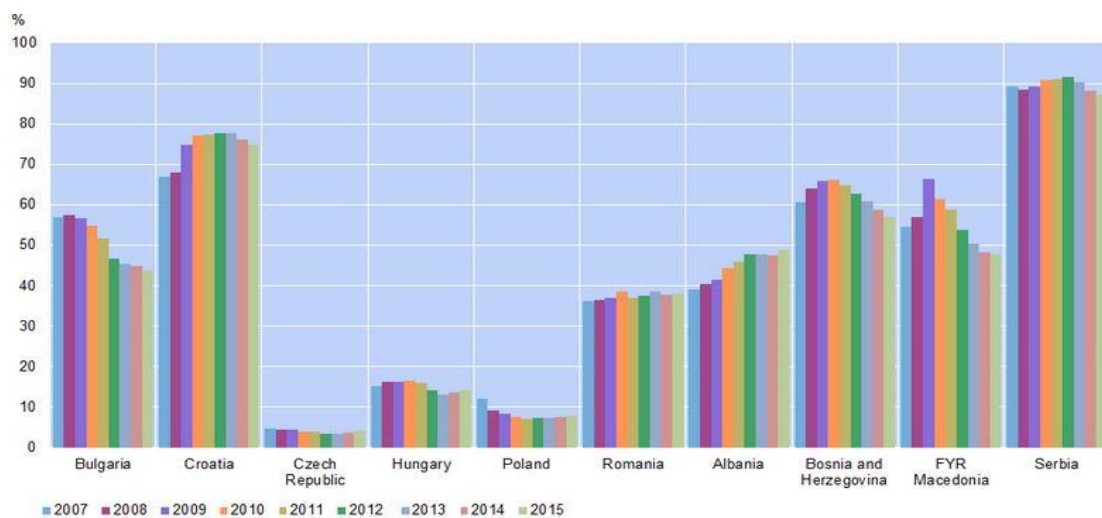
**Grafikon 10:** Količine gotovine u eurima držane od strane pojedinaca u zemljama CESEE u periodu od 2007. do 2015. godine



Izvor: [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

Grafikon 11. prikazuje udio deviznih depozita u ukupnim depozitima u zemljama jugoistočne i centralne Europe u razdoblju od 2007. do 2015. godine. Srbija i Hrvatska tijekom cijelog promatranog razdoblja prednjače s udjelima deviznih u ukupnim depozitima preko 70 %. Slijede ih također balkanske zemlje Bosna i Hercegovina i Makedonija, zatim Bugarska, Albanija i Rumunjska, dok su Češka, Mađarska i Poljska promatrane zemlje s najmanjim udjelom deviznih u ukupnim depozitima (manje od 20%) što je i razumljivo s obzirom na karakter monetarno-tečajne politike koje zemlje provode.

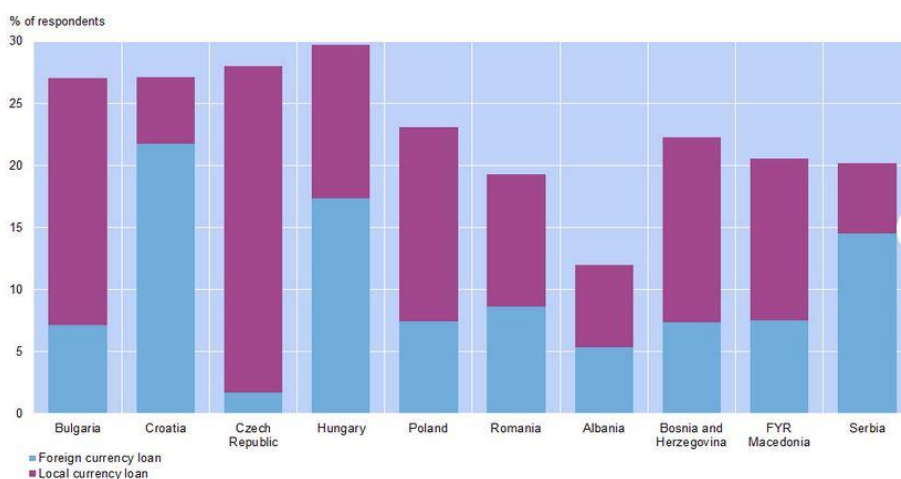
**Grafikon 11:** Udio deviznih depozita u ukupnim depozitima u zemljama CESEE od 2007. do 2015. godine



Izvor: [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

Na grafikonu 12. prikazano je koliko ispitanika je imalo kredit u domaćoj, a koliko u stranoj valuti u razdoblju od 2008. do 2012. godine. Rezultati za Hrvatsku pokazuju da, u usporedbi sa ostalim zemljama u kojima je provedeno isto istraživanje, najviše ispitanika ima kredit u stranoj valuti. To se može povezati s visokim udjelom deviznih depozita u ukupnim depozitima, što je vidljivo na prethodnom grafikonu, iz razloga što banke moraju uskladiti svoju valutnu poziciju. Srbija i Mađarska su također imale više ispitanika s kreditima u stranoj valuti, dok kod ostalih zemalja veći udio imaju krediti u domaćoj valuti.

**Grafikon 12:** krediti u domaćoj i stranoj valuti u zemljama CESEE od 2008. do 2012. godine

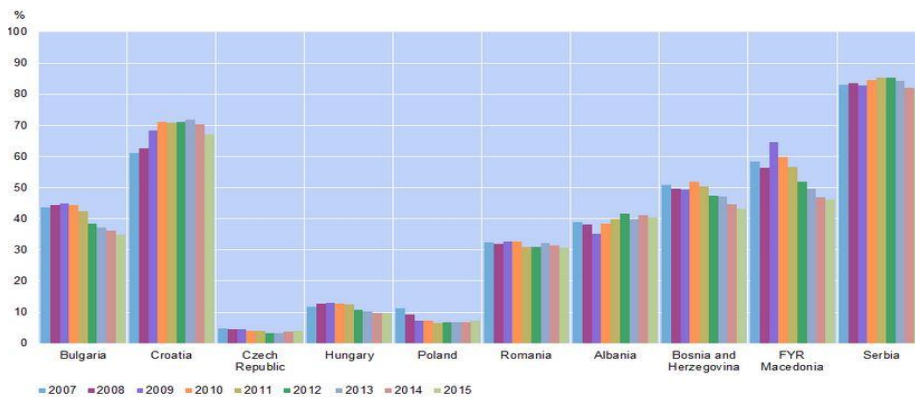


Izvor: [www.oenb.at](http://www.oenb.at)



Kombinirajući mikro podatke dobivene iz istraživanja Narodne banke Austrije o držanju gotovine u eurima i makro podataka o deviznim depozitima može se dobiti opća mjera za stupanj euroizacije u gospodarstvu zemalja CESEE. Ta mjera, tzv. indeks euroizacije računa se kao zbroj euro novčanih fondova i deviznih depozita po stanovniku u odnosu na ukupan iznos novčanih fondova i štednih depozita. Iz grafikona 13. vidljivo je da je indeks euroizacije poprilično stabilan, što ukazuje na visoku sklonost štednji.

**Grafikon 13:** Indeks euroizacije u zemljama CESEE od 2007. do 2015. godine



Izvor: [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

#### **4.4. VALUTNE KLAUZULE I NJIHOVA PRIMJENA U HRVATSKOJ**

Zaštitne klauzule su nesamostalni derivativni financijski instrumenti ugrađeni u osnovni ugovor. Ugovorne strane ih koriste da bi postigle da vrijednost ugovorene valute zadrže u okvirima vrijednosti koje je ta valuta imala u trenutku sklapanja ugovora. Mogu biti valutne, robne ili zlatne. Valutne ili monetarne klauzule su takve klauzule kojima se želi očuvati formalna vrijednost neke valute na način da se slabija valuta veže za sigurniju valutu u čiju stabilnost ugovorne strane imaju više povjerenja. Stoga se neka valuta stavlja u omjer prema nekoj drugoj valuti ili prema nekoj „košari valuta“ ili prema nekoj međunarodno priznatoj monetarnoj jedinici. Kod ovih klauzula je potrebno praviti razliku između valute vrednovanja i valute plaćanja. Valuta u kojoj je izražena cijena ili neka vrijednost nazivamo valutom vrednovanja i to je neka stabilna strana valuta, a domaću valutu u kojoj se treba platiti

nazivamo valutom plaćanja. I valuta vrednovanja i valuta plaćanja mogu mijenjati stvarnu vrijednost i time staviti onoga koji se želio zaštititi u položaj da ostane bez zaštite. Slabost valutnih klauzula je u tome što one ne osiguravaju stvarnu vrijednost valute, nego samo njihovu relativnu vrijednost, jer odnos tečaja valute vrednovanja i valute plaćanja ne mora biti odraz njihove stvarne vrijednosti. (Vukmir, 1999.)

Postoje jednosmjerne i dvosmjerne valutne klauzule. Jednosmjerna osigurava samo vjerovnika, a dužnik je u opasnosti jer će se valutna klauzula aktivirati jedino u slučaju deprecijacije tečaja. Dvosmjerna osigurava obje ugovorne strane, dakle postoji mogućnost i da dužnik profitira u slučaju porasta vrijednosti slabe domaće valute. Rizik kod ugovaranja dvosmjerne valutne klauzule za vjerovnika je aprecijacija valute plaćanja, a rizik dužnika je nastupanje deprecijacije valute plaćanja.

Valutne klauzule u osnovnom ugovoru su ugrađeni derivativ kao valutni tečaj. Promjena osnovnog ugovora mjeri se kao promjena ugrađenog derivativa prema kojoj se dobitci i gubitci računovodstveno prikazuju kao prihodi i rashodi (s obzirom da je riječ o valutnom tečaju, radi se o prihodima i rashodima od tečajnih razlika). (Gulin, 2006.)

Valutnom klauzulom se tečajni rizik prebacuje na krajnjeg potrošača – dužnika. Problem takve prakse je što se dužnik može osigurati od tečajnog rizika jedino ako prima dohodak u stranoj valuti ili mu je dohodak vezan za kretanje strane valute, dok banka ima pristup financijskim instrumentima za osiguravanje od tečajnog rizika. (Vizek, 2008.)

Valutne klauzule su se počele koristiti u tranzicijskim zemljama, pa tako i u Hrvatskoj, kao odraz nepovjerenja u domaću valutu u inflacijskim razdobljima. Kod sklapanja ugovora u zemljama sa nestabilnim valutama ugovorne strane ugovaraju zaštitne klauzule jer im se nameće pitanje očuvanja vrijednosti neke novčane obveze. Pozitivni učinak valutne klauzule je zaštita vjerovnika od gubitka radi slabljenja domaće valute, čime se ohrabruju deponenti da i u takvim uvjetima plasiraju svoja sredstva bankama. U Hrvatskoj se ovaj financijski instrument zadržao kao normalan uvjet plaćanja u ugovorima i njegova primjena je široko rasprostranjena u kreditima, stambenim štednjama i osiguranjima, bez obzira na stabilizacijske programe i popriličnu stabilnost kune.

Banke zbog potrebe zatvaranja kratke devizne pozicije odobravaju kredite u stranoj valuti. Uz to, da bi izbjegle izlaganje valutnom riziku, većinu kredita odobravaju sa valutnom klauzulom. U Hrvatskoj se krediti najviše vežu za eure. Stoga, ukoliko dođe do pada vrijednosti kune u odnosu na euro, rate kredita će porasti, i obrnuto u slučaju aprecijacije. Ukoliko građani imaju kredite u stranoj valuti ili kredite vezane za stranu valutu, željeti će i štedjeti u stranoj valuti, što utječe na euroizaciju financijskog sustava. Euroizacija predstavlja ograničenje monetarnoj suverenosti središnje banke, što dovodi u pitanje održavanje stabilnosti tečaja i samim tim sprječavanje rasta inflacije.

Prije svjetske financijske krize, snažan priljev kapitala iz inozemstva u Hrvatskoj je utjecao na gospodarski rast te uzrokovao aprecijaciju nominalnog tečaja kune. Rate kredita su se smanjile i otplata je bila prilično sigurnija. S pojavom krize poraslo je nepovjerenje stranih investitora, što je stvorilo pritiske na deprecijaciju tečaja. Posljedice deprecijacije su porast stopa kredita, smanjenje dohotka, smanjenje osobne i investicijske potrošnje, odnosno kontrakcija gospodarstva, što je u totalnoj suprotnosti od ekonomske logike. (Vizek, 2008.)

S obzirom na široku primjenu valutne klauzule u Hrvatskoj, kao i drugim tranzicijskim zemljama, rizicima velikih gubitaka s jedne tj. dobitaka na tečajnim razlikama s druge strane te s obzirom na poremećaje koje valutne klauzule mogu izazvati u pojedinom gospodarstvu u pogledu smanjenja gospodarske aktivnosti, opravdanost njene primjene je upitna. Jedno od eventualnih rješenja je prestanak njihove primjene, mada će to u Hrvatskoj biti moguće tek kada euro postane službena valuta, usprkos tome što hrvatski građani već tradicionalno iskazuju veliko nepovjerenje domaćoj valuti. Euro se također može vezati valutnom klauzulom za neku drugu svjetsku valutu, ali s obzirom na veliko povjerenje u njegovu stabilnost neće biti potrebe za takvim načinom zaštite.

#### **4.5. OGRANIČENJA MONETARNE POLITIKE U SITUACIJI EUROIZACIJE**

Promatrajući kreiranje monetarne politike u uvjetima euroizacije moguće je razlikovati slučaj kada je euroizacija u nekoj zemlji neslužbena ili poluslužbena te kada je euroizacija službena. Kod neslužbene ili poluslužbene euroizacije, pored nacionalne valute u novčanom optjecaju je

još neka strana valuta ili više njih, pri čemu one obično obavljaju sve funkcije novca. U takvoj situaciji je zbog gotovinskih transakcija teško izmjeriti koliko je strane valute u optjecaju u domaćem sustavu, pa je nemoguće odrediti i ukupnu monetarnu bazu. U uvjetima nemogućnosti određivanja veličine ukupne monetarne baze, centralna banka teško može utjecati na novčanu ponudu. Također, postoji i stalna potencijalna mogućnost bijega štednje u inozemstvo, što produbljuje bankovne i valutne krize. (Kordić, 2002.)

Činjenica je da stupanj euroizacije u Hrvatskoj iznosi u prosjeku negdje oko 70 do 75%. Kada u jednoj zemlji imate toliki udio strane valute što u kreditima, što u depozitima, onda je zaista teško voditi monetarnu politiku na ostalih 25% koje čini domaća valuta. Zbog toga se postavlja pitanje: zašto se proteklih 20 godina stimulirala euroizacija sustava, umjesto da se postepeno provodila deeuroizacija i širio manevarski prostor vođenju monetarne politike sa dominacijom kune u optjecaju. Naprotiv, nositelji ekonomskih politika su plašili javnost da će povratak i veće sudjelovanje kune u optjecaju izazvati inflaciju i da će nas to vratiti u vrijeme bivše Jugoslavije. Poznato je da HNB provodi monetarnu politiku na modelu koji je zasnovan 1993. godine, kada je glavni cilj bio antiinflacijski program, a na temeljima takvog programa HNB i danas vodi monetarnu politiku, u strahu od velike inflacije koja bi ugrozila građane, poduzeća i cijelo gospodarstvo.

Hrvatska narodna banka bila je vođena konceptom što brže i šire euroizirati sustav, kako bi se onda što prije uveo euro. Međutim, glavni preduvjet za uvođenje eura je tzv. realna konvergencija, a ne nominalna konvergencija, a maastrichki kriteriji praktički više i ne vrijede. Brojni radovi pozivaju na to da se oni preispitaju, nadopune jer više „ne drže vodu“.

Zemlje koje pristanu na službenu euroizaciju preuzimanjem strane valute kao službene, preuzimaju i monetarnu politiku te zemlje, što je jedan od glavnih argumenata protiv uvođenja službene euroizacije. Budući da više ne emitira vlastitu valutu, službeno euroizirana zemlja je prisiljena odreći se vlastite monetarne politike. Opasnost koja postoji u toj situaciji je da monetarna politika koja je preuzeta od druge zemlje neće odgovarati trenutnoj situaciji u gospodarstvu euroizirane zemlje. (Kordić, 2002.)

Poželjno bi bilo da se centralna banka, usprkos tome što gubi mogućnost obavljanja emisije novca uvođenjem euroizacije, ne ukine zbog kontrole bankarskog sustava i prevencije krize. Iskustva su pokazala da su euroizirane/dolarizirane zemlje koje su ukinule centralne banke, a s tim i vlastitu monetarnu politiku, imale češće bankarske krize. (Fabris, 2006.)

Za razliku od njih, privrede koje nisu euroizirane će kreditima iz primarne emisije pokušati pomoći bankarskom sistemu, što će dovesti do manje ili veće stope inflacije koja će djelomično obezvrijediti depozite u nacionalnoj valuti i time smanjiti realni teret duga bankarskog sistema. Međutim, istovremeno sama euroizacija smanjuje vjerojatnost pojave sistemske krize u bankarskom sustavu zato što su depoziti u čvrstoj valuti i zato što su u euroiziranim privredama u velikoj mjeri prisutne i strane banke. (Fabris, 2006.)

Stupnjeve slobode nositelja monetarne politike dodatno su smanjile preuzete obveze na pristupnom putu Hrvatske ka Europskoj uniji i Europskoj monetarnoj uniji, pa je izbor aktivnih mjera za suzbijanje euroizacije sužen u odnosu na potencijalne mjere koje predlažu ekonomisti.

Inflacijska očekivanja vezana za kretanje tečaja kune i visok stupanj neslužbene euroizacije bitno su odredili monetarnu politiku Hrvatske narodne banke. Deviznim intervencijama i visokom stopom obvezne rezerve održavala se stabilnost tečaja u relativno uskom rasponu, što je rezultiralo fiksnim tečajem kune i niskim stopama inflacije. Tako stvorena likvidnost pokazala se beskorisnom jer je neutralizirana zbog njezinog mogućeg utjecaja na cijene, u čemu se također očituje nedjelotvornost monetarne politike središnje banke u euroiziranim gospodarstvima. (Krnčić i Radošević, 2014.)

#### **4.6. PERSPEKTIVA DEEUROIZACIJE U HRVATSKOJ**

U Hrvatskoj je 1993.godine stabilizacijskim antiinflacijskim programom devizni tečaj domaće valute bio fiksiran za njemačku marku, a kasnije je uveden upravljano fluktuirajući devizni tečaj kojeg središnja banka brani svim raspoloživim instrumentima monetarne politike. Stabilnost cijena omogućena je realnom aprecijacijom domaće valute. Do aprecijacije kune došlo je kada je kroz visoku obveznu pričuvu ograničena ekspanzija kredita, što je uz visoke kamate onemogućilo rast ponude novca. Nepromijenjena količina novčane mase bila je popraćena dužničko-vjerovničkom krizom 1998., kratkotrajnim krizama pojedinih banaka te širenju nelikvidnosti u poslovnoj sferi gospodarstva. Razdoblje u kojem je domaća valuta bila umjetno aprecirana bilo je pogodno za rast uvoza jeftinijih inozemnih proizvoda, dok je istodobno konkurentnost domaćeg izvoza smanjena. Hrvatska otvorena privreda je izložena i ovisna o međunarodnim tokovima kapitala, a njena monetarna politika usmjerena na

stabilnost cijena i deviznog tečaja ima mali prostor djelovanja na ekonomska kretanja. (Galac, 2011.)

Kao što je već spomenuto, Hrvatska je još iz Jugoslavije naslijedila valutnu supstituciju i euroizaciju depozita jer je stanovništvo zbog stalnih nestabilnosti u bankovnom sustavu i visokih stopa inflacije razvilo sklonost štednji u stranoj valuti. U početnim godinama monetarne neovisnosti, Hrvatska je nedostatne međunarodne pričuve i stvarala upravo kroz privlačenje deviznih depozita stanovništva u domaći bankovni sustav, što je značilo poticanje procesa euroizacije. To je tzv. dobrovoljno podržana euroizacija (devizni depoziti, krediti s valutnom klauzulom, inozemno zaduživanje banaka), zbog koje središnja banka gubi mogućnost utjecaja na kretanje domaćih kamatnih stopa. U tom slučaju stanje likvidnosti u bankovnom sustavu i mogućnosti monetarne ekspanzije primarno ovise o zbivanjima na globalnoj sceni, prvenstveno u Eurozoni.

Visoka razina neslužbene euroizacije je ograničenje narodnoj banci u vođenju monetarne politike jer mora održavati tečaj kune na visokoj, precijenjenoj razini. Stoga postoji potreba poduzimanja akcija za smanjenje euroizacije. Već je prethodno u radu spomenuto kako precijenjena kuna ima negativne posljedice, među kojima je vrijedno spomenuti i nešto što zapravo i nije u skladu s ekonomskom logikom. Riječ je o tome da deprecijacija kune povećava rate kredita, samim tim smanjuje osobnu potrošnju, zbog čega dolazi do kontrakcije, a ne ekspanzije gospodarstva. Navedeno stanje, u dužem razdoblju može uzrokovati produženu recesiju i pojavu valutnih i drugih kriza.

U slučaju da se nositelji ekonomske politike odluče za pristup aktivnog poticanja deeuroizacije, pretpostavljajući zadržavanje postojećeg okvira monetarne politike i regulative financijskog sektora, preporuka glasi da se u nizu mjera koje se navode u ekonomskoj literaturi naglasak stavi na sljedeće:

- da se javni sektor više zadužuje u domaćoj valuti, po mogućnosti češće, u manjim iznosima, i sa što je moguće raznolikijim rokovima dospijeca, kako bi se uspostavila referentna krivulja prinosa za domaću valutu,
- da se preispita financijska regulativa kojom se ograničava struktura ulaganja, kao i motivi banaka pri zadržavanju visokog stupnja euroizacije u kreditnim poslovima da

bi se istodobno potaknula potražnja za budućim dužničkim instrumentima javnog sektora u domaćoj valuti,

- da se ispituju mogućnosti poticanja monetarnih i drugih financijskih institucija da se financiraju najsigurnijim oblikom financiranja - emisijom obveznica denominiranih u kunama, što bi povećalo dostupnost dugoročnih kunskih izvora sredstava i utjecalo na smanjenje kreditne euroizacije,
- da se uvede namet na kamate koje se plaćaju na nekunske kredite, kako bi se potaknula postupna supstitucija devizno nominiranih kredita kunskim kreditima,
- da se primijene različite stope obvezne pričuve ili remuneracije na kunske i na nekunske depozite kako bi se potaknula deeuroizacija; da se poveća stopa obvezne pričuve na nekunske kredite, za što nisu potrebne posebne pripreme jer ona ne cilja na posebno određene interesne skupine. (Galac, 2011.)

O mogućim deeuroizacijskim mjerama raspravlja se isključivo u kontekstu postojećega rigidnoga tečajnog režima, u kojem je euro odnosna valuta, a relativna stabilnost nominalnoga valutnog tečaja kune prema euru služi kao pokazatelj makroekonomske stabilnosti i sidro za očekivanja gospodarskih subjekata u zemlji. (Basso et al., 2011.)

## 5. ZAKLJUČAK

Jedan od najvećih problema financijskog sustava većine zemalja je nestabilnost valute koja uzrokuje pad njene vrijednosti i porast stope inflacije, a samim tim i nepovjerenje građana u sposobnost monetarnih vlasti. U optjecaju tih zemalja, uz nacionalnu valutu cirkulira i stabilna strana valuta koja preuzima njene monetarne funkcije. Riječ je o euroizaciji, a razlikujemo službenu, poluslužbenu i neslužbenu.

Kod službene euroizacije strana valuta je jedino zakonsko sredstvo plaćanja i obavlja sve funkcije novca, dok domaća valuta, centralna banka i neovisna monetarna politika ne postoje.

Neslužbena euroizacija predstavlja usporedno korištenje domaće i strane valute u obavljanju različitih funkcija novca, a uključuje strane obveznice i drugu nemonetarnu imovinu, inozemne depozite i domaće depozite denominirane u stranoj valuti te stranu valutu koja cirkulira u optjecaju. Strana valuta koristi se kao sredstvo plaćanja (valutna supstitucija), jedinica mjere ili sredstvo očuvanja vrijednosti realne imovine (supstitucija imovine), ali nije zakonsko sredstvo plaćanja. Dakle, neslužbena euroizacija je odraz je racionalnog ponašanja pojedinaca, koje se ogleda u zaštiti imovine od obezvrjeđivanja. Ovaj oblik euroizacije, uzrokovan duljim periodima visoke inflacije koja je stalan uzrok pada vrijednosti domaće valute, turbulentnim političkim okruženjem i političkom nestabilnosti, prisutan je i u Hrvatskoj. Visok stupanj neslužbene eurizacije povećava valutni rizik, a s obzirom da je u Hrvatskoj većina kredita odobrena uz valutnu klauzulu u eurima i da građani bez obzira što su im primanja u kunama moraju otplaćivati kredite vezano za kretanje eura, svaka deprecijacija kune je opasnost za razvoj bankovne krize zbog povećanja rata kredita i smanjenja osobne potrošnje.

Uz već spomenutu povijest kolebljive inflacije, glavni uzroci euroizacije, ponajprije u tranzicijskim zemljama i Hrvatskoj, su nerazvijeno i nestabilno domaće financijsko tržište, problemi u bankarskom sektoru te manjak vjerodostojnosti nositelja gospodarske politike. Određeni stupanj euroizacije ima utjecaja na euroiziranu zemlju kao i na zemlju emitenta valute.

Najveći nedostatak neslužbene euroizacije sa stajališta euroizirane zemlje je otežano provođenje monetarne politike i stabilizacijskih mjera zbog nemogućnosti kontrole količine novca u optjecaju. Središnja banka tada istovremeno mora upravljati deviznim tečajem kako ne bi došlo do velike deprecijacije koja će unijeti poremećaje u gospodarstvo i s druge strane



osigurati takav neprecijenjeni tečaj koji neće ugušiti domaću proizvodnju i učiniti izvoz preskupim. U slučaju službene euroizacije najveći nedostatak predstavlja gubitak središnje banke i neovisne monetarne politike.

U Hrvatskoj je uzrok kreditne euroizacije veliki stupanj depozitne euroizacije, ali i splet povijesnih događaja u političkoj, gospodarskoj i financijskoj sferi. Nemoguće je ignorirati postojeći problem i poželjno je da središnja banka uloži napore u kreiranje aktivnih mjera usmjerenih smanjenju trenutačno visoke euroizacije. Ako se nositelji makroekonomske politike odluče aktivno poticati kreditnu deeuroizaciju, uz pretpostavku nepromijenjenoga tečajnog režima, na raspolaganju imaju dvije skupine mjera. Prve su mjere za razvoj instrumenata tržišta novca i kapitala nominiranih u domaćoj valuti, a drugu skupinu čine mjere za podizanje cijene nekunskih kredita koje banke plasiraju gospodarstvu. Pri oblikovanju tih mjera treba voditi računa o ukorijenjenosti euroizacije u društvu. Iz primjera drugih zemljama koje su već provodile deeuroizacijske mjere, vidljivo je da se i nakon postignute gospodarske stabilnosti nije smanjio izrazito visoki stupanj euroizacije. Mogući razlog tome je što nakon stabilizacije treba proći određeni period da građani apsorbiraju promjene i prilagode se novonastalim ekonomskim uvjetima jer se već dug period euro smatra sigurnom i stabilnom valutom, a pamte se prošla razdoblja visokih stopa inflacije kada su građani gubili veliki dio svojih ušteđevina. Ono što najviše sprječava rješavanje tog problema je upravo ljudski faktor te uspješnost deeuroizacije ovisi o pesimizmu ljudi i spremnosti da mijenjaju stečene navike, unatoč već poprilično dugom razdoblju stabilne kune. Prema tome se zaključuje da će se Republika Hrvatska još dugo boriti sa problemom euroizacije.

Globalna financijska kriza 2008.-2010. prouzrokovala je znatno smanjenje gospodarske aktivnosti, a njene brojne posljedice imaju dugoročan utjecaj na gospodarstva zemalja koje su pogođene istom. Jedna od tih posljedica je i rast udjela deviznih u ukupnim kreditima, odnosno povećana stopa kreditne euroizacije u Srednjoj i Istočnoj Europi. Kriza je povećala rizik kreditiranja jer su, zbog deprecijacije domaćih valuta u odnosu na euro i druge valute u kojima su krediti nominirani, naglo porasle rate kredita, što je doprinijelo i rastu loših kredita. Također, porast euroizacije uzrokovao je ograničeno djelovanje središnje banke da na krizu odgovori protucikličkim monetarnim mjerama, s obzirom da su morale stabilizirati nominalne tečajeve domaćih valuta restriktivnom monetarnom politikom, kako bi se održala financijska stabilnost i prevladala nelikvidnost u gospodarstvu.

U Hrvatskoj, početkom 2009. godine također dolazi do snažnog jačanja deprecijacije na kunu zbog usporavanja gospodarske aktivnosti i sve nepovoljnijeg kreditnog rejtinga zemlje.

Hrvatska se nalazi u tzv. sivoj zoni zemalja i mora odlučiti hoće li prihvatiti postojeći visoki stupanj euroizacije uzrokovan povijesnim okolnostima te upravljajući rizicima takve pojave čekati ulazak u EMU ili će poraditi na kvaliteti institucija i dostupnosti financijskim instrumenata nominiranih u kunama, uz fleksibilan tečaj.

## 6.SAŽETAK

Euroizacija je posljedica nestabilnosti pojedinog gospodarstva. S obzirom na vrstu tečajnog režima možemo razlikovati službenu, poluslužbenu i neslužbenu euroizaciju te monetarnu uniju. Gotovo sve zemlje koje su u konačnici prihvatile službenu ili poluslužbenu euroizaciju, prethodno su prošle kroz neslužbenu. Do neslužbene euroizacije dolazi ponajviše uslijed nepovjerenja stanovništva u domaću valutu i u cilju očuvanja vrijednosti realne imovine.

Euro je u Hrvatskoj neslužbeno u uporabi, a neslužbena euroizacija je već duboko ukorijenjena i u uzlaznom trendu, pa mjere ekonomske politike teško utječu na nju. Zbog ograničenog djelovanja središnje banke i kontinuiranog poticanja nepovjerenja u domaću valutu, što se i očituje u nepromijenjenom stupnju euroizacije gospodarstva zadnja dva desetljeća, možemo zaključiti da će deeuroizacija biti teško provediva. Izglednije je da će Hrvatska uvesti euro u službenu uporabu.

Ključne riječi: euroizacija, neslužbena euroizacija, Hrvatska, ekonomska politika

## **SUMMARY**

Euroisation is a consequence of the instability of individual economies. Considering the type of exchange rate regime we can distinguish official, semi-official and unofficial euroisation and monetary union. Almost all countries that ultimately accepted the official or semi-official euroisation, previously passed through unofficial. To unofficial euroisation comes mostly due to distrust of the population in the national currency and in order to preserve the value of real property.

Euro in Croatia is unofficially in use, unofficial euroisation is already deeply rooted and in the upward trend, while measures of economic policy are difficult to influence it. Due to the limitation of central bank and continuing to encourage confidence in the local currency, which was reflected in an unchanged level of euroisation of the economy the last two decades, we can conclude that deeuroisation will be difficult to implement. It seems more likely that Croatia will adopt the euro in official use.

Keywords: euroisation, unofficial euroisation, Croatia, economic policy

## 7.LITERATURA

1. Alvarez-Plata, P., Garcia-Herrero, A., 2008.: To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy, DIW Berlin
2. Babić, A., 2002.: Liberalizacija kapitalnih i financijskih transakcija u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, 53 (5-6)
3. Basso, H.S. et al, 2011.: Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. *Journal of Banking & Finance* 35 (2011)
4. Berg, A., Borensztein, E., 2000.: The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies, IMF working paper, IMF, broj 29.
5. Bogetić, Ž., Vol. 10, No. 4, 1999-2000.: Seigniorage sharing under dollarisation, *Central Banking* (U.K.), dostupno na: [www.http://www.americasnet.net/events/Dollarization/background\\_papers/bogetic\\_seigniorage\\_sharing.pdf](http://www.americasnet.net/events/Dollarization/background_papers/bogetic_seigniorage_sharing.pdf)
6. Brkić, L., 2009.: Euroization, monetary union and credibility of monetary policy // *Anali Hrvatskog politološkog društva* (1845-6707)
7. Doležal, V., (2011.): Efikasnost mehanizma monetarnog prijenosa u HR
8. Dvorsky, S., Scheiber, T. and Stix, H., (2009.): „Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – First results from the New OeNB Eurosurvey“ in P. Moonslencher and D.Ritzberger-Grunwald, eds. *Focus on European Economic Integration*, No1/08
9. Dvorsky, S., Scheiber, T., Stix, H.: The 2008 Fall Wave of the OeNB Euro Survey – A First Glimpse of Households’ Reactions to the Global Financial Crisis, In *Focus on European Economic Integration Q2/09.*, OeNB, 2009.
10. Fabris, N. et al, 2004.: Economic policy in dollarized economies with a special review of Montenegro, Central bank of Montenegro, Podgorica
11. Fabris, N., 2006., No168: Eurizacija kao instrument monetarne politike Srbije, *Ekonomski anali*
12. Faulend, M., Šošić, V. (2002.) Dolarizacija i neslužbeno gospodarstvo: slučajni partneri? *Financijska teorija i praksa* 26 (1)
13. Galac, (2011.): Globalna kriza i kreditna eurizacija u RH, istraživanja, Zagreb

14. Grgić, M.; Bilas, V.; Šimović, H. (2004): „Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske unije“, Serija članaka u nastajanju, Ekonomski fakultet Zagreb
15. Gulin, D., 2006., No5: Računovodstvo valutne klauzule kao ugrađenog derivativa, Računovodstvo i financije
16. Ivanov, M. : Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima, Ekonomski fakultet sveučilišta, Zagreb
17. Ivanov, M., 2015.: Efekti intervalutarnih odnosa na razvoj gospodarstva Hrvatske, Radna verzija, Opatija
18. Ivanov, M., No3: Zamka eksterne financijske liberalizacije-pogled iz perspektive monetarnog sustava i modela privređivanja u HR (radna verzija), Rifin, Zagreb
19. Ivanov, M., Tkalec, M., Vizek, M., 2011.:Determinants of financial euroization in a post-transition country : Do threshold effects matter?, dostupno na: [http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1213\\_vizek.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1213_vizek.pdf)
20. Ivanov, M.:Monetary transmission mechanism and behavior of asset prices:the case of Croatia, University of Zagreb
21. Kordić, G., 2002.: Monetarna politika i bankarstvo u uvjetima dolarizacije i valutnog odbora, Zagreb
22. Kraft, E., 2002.: Monetary policy under dollarization: the case of Croatia, Hrvatska narodna banka
23. Krnić, B., Radošević, D., 2014.:Makroekonomske neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji: dualitet između financijskog i realnog sektora, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Pregled, 65 (1), str. 3-34.
24. Lovrinović, I., 2002.: Zašto tranzicijske zemlje napuštaju nacionalne valute i gube monetarni suverenitet? Profit (2002)11/12
25. Mann, C.: Dollarization as Diet, Institute for International Economics, 1999., dostupno na: <http://www.iese.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=343>
26. Nikić, G., 2003., Vol.55., No 3-4: Tranzicija u Hrvatskoj: Deset godina stabilnosti tečaja i cijena, Ekonomski institut Zagreb
27. Novak, B. Politika emisije kovanica denominiranih u eurima i eurocentima // 2nd International Conference of the Faculty of Economics in Sarajevo : ICES 2003 : From Transition to Development Globalisation and Politica Economy of Development in Transition Economies : Conference Proceedings

28. Stix, H., (2008.): „Euroization: What factors drive its Persistence? Households dana Evidence for Croatia, Slovenia and Slovakia“. OeNB Working paper, No.140, Vienna
29. Šimović, J., (2006.): Fiskalni sustav i fiskalna politika Europske unije, Pravni fakultet, Zagreb
30. Škreb, M., 1998.: Iskustvo tranzicije u Hrvatskoj: Pogled iznutra, Hrvatska narodna banka, dostupno na: <http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/htranzc.htm>
31. Šonje, V., Vujčić, B., 2000.: Hrvatska u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1999., Hrvatska narodna banka, Zagreb
32. Tkalec, M., 2011, Vol.No2.: The dynamics of deposit Euroization in European Post-transition Countries: Evidence from Threshold, Radni materijal Ekonomskog instituta, Zagreb
33. Tomić, A., 2009.: Euroizacija u Republici Hrvatskoj, istraživački rad, Rijeka
34. Viterbo, A., 2007.: Towards a stronger euro: EMU enlargement and euroization (vs. Dollarization, dostupno na <http://www.unc.edu/euce/eusa2007/papers/viterbo-a-05d.pdf>
35. Vizek, M., 2006.: Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj // Privredna kretanja i ekonomska politika (1330-187x) 109
36. Vizek, M., 2008., No11: Prokletstvo valutne klauzule, Banka magazine
37. Vlada RH (2010.): Pretpristupni ekonomski program 2010.-2012., dostupno na [www.mfin.hr/adminmax/docs/Pretpristupni ekonomski program 2010.](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Pretpristupni_ekonomski_program_2010)
38. Vujčić, B., 2003.: Euro: Europska monetarna unija i Hrvatska-zagreb: Masmedia, dostupno na: [www.documents.tips/documents/euro-europska-monetarna-unija-i-hrvatska.html](http://www.documents.tips/documents/euro-europska-monetarna-unija-i-hrvatska.html)
39. Vukmir, B., 1999, No7.: Valutne zaštitne klauzule, Pravo i porezi
40. Vukšić, G., 2010., Vol.134.No1: Financial Theory and Practice: Unrecorded capital flows and accumulation od foreign assets: the case of Croatia, Izvorni znanstveni članak
41. Yilmaz, R., Koyuncu, C., 2010., Vol.23., no1.: Foreign bank participation and banking crises in transition economies, Izvorni znanstveni rad

## OSTALI IZVORI :

1. <http://www.balkaniyum.tv/bih/vijesti/22030.shtml>
2. <http://www.jutarnji.hr/hans---werner-sinn--eurizacija-vam-je-bila-greska--trazimoizlaz/1305354/>
3. <http://www.poslovni.hr/vijesti/vujcic-stupanj-euroizacije-se-nece-mijenjati-10008#>
4. <http://www.poslovni-savjetnik.com/tagovi/euroizacija>
5. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
6. [www.oenb.at](http://www.oenb.at)
7. [www.efzg.hr](http://www.efzg.hr)



## 8. POPIS SLIKA I GRAFIKONA

---

Slika 1: uzroci euroizacije .....	16
Slika 2: Mjere za poticanje deeuroizacije.....	22
Slika 3. Držanje gotovine u eurima od 2007. do 2012. godine u zemljama CESEE .....	37
Grafikon 1: Kretanje primljenih oročenih depozita u hrvatskim bankama na kraju drugog tromjesečja od 2006. godine do 2016. godine.....	27
Grafikon 2: Prosječne pasivne kamatne stope banaka .....	28
Grafikon 3: Kretanje strukture oročenih depozita na kraju drugog tromjesečja u periodu od 2006. do 2016. godine u hrvatskim bankama.....	29
Grafikon 4: Monetarni agregat M4 u razdoblju od 1997. do 2016. godine .....	29
Grafikon 5: Udio deviznih depozita u ukupnim depozitima i M4 u razdoblju od 1997. do 2016. godine .....	30
Grafikon 6: Kretanje odobrenih kredita u hrvatskim bankama u razdoblju od 2006. do 2015. godine na kraju drugog tromjesečja .....	34
Grafikon 7: Kretanje strukture odobrenih kredita na kraju drugog tromjesečja u razdoblju od 2006. godine do 2015. godine u hrvatskim bankama.....	34
Grafikon 8: Kretanje valutne strukture odobrenih kredita u hrvatskim bankama na kraju razdoblja od 2010. do 2015. godine. ....	35
Grafikon 9: Odgovor na tvrdnju „Euro je vrlo stabilna i pouzdana valuta“ .....	36
Grafikon 10: Količine gotovine u eurima držane od strane pojedinaca u zemljama CESEE u periodu od 2007. do 2015. godine.....	38
Grafikon 11: Udio deviznih depozita u ukupnim depozitima u zemljama CESEE od 2007. do 2015. godine .....	39
Grafikon 12: Domaći i strani krediti u zemljama CESEE od 2008. do 2012. godine.....	39
Grafikon 13: Indeks euroizacije u zemljama CESEE od 2007. do 2015. godine.....	40