

# Monetarna politika u uvjetima euroizacije

---

**Kožljan, Manuel**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2018**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:123403>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-23**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)





Sveučilište Jurja Dobrile u Puli

Fakultet ekonomije i turizma «Dr. Mijo Mirković»

Manuel Kožljan

## **MONETARNA POLITIKA U UVJETIMA EUROIZACIJE**

Završni rad

Pula, 2018

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma «Dr. Mijo Mirković»  
Sveučilišni preddiplomski studij

Manuel Kožljan

## **MONETARNA POLITIKA U UVJETIMA EUROIZACIJE**

Završni rad

JMBAG: 0303050431, redovit student

Studijski smjer: Financijski management

Predmet: Monetarna ekonomija

Znanstveno područje: Društvene znanosti

Znanstveno polje: Ekonomija

Znanstvena grana: Financije

Mentor: izv. prof. dr. sc. Manuel Benazić

Pula, listopad 2018



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani Manuel Kožljan, kandidat za prvostupnika poslovne ekonomije, smjera Financijski management, ovime izjavljujem da je ovaj Završni rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i literatura. Izjavljujem da niti jedan dio Završnog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojeg necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

U Puli, \_\_\_\_\_(datum)

Student:

---



## IZJAVA

### o korištenju autorskog djela

Ja, Manuel Kožljan dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom „Monetarna politika u uvjetima euroizacije“ koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.

U Puli, \_\_\_\_\_ (datum)

Potpis

---

## SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
2. POJAM I OBLICI EUROIZACIJE.....	3
2.1. Pojmovno određenje dolarizacije/euroizacije .....	3
2.2. Tri oblika euroizacije.....	5
2.2.1. Neslužbena euroizacija.....	5
2.2.2. Poluslužbena euroizacija .....	5
2.2.3. Službena euroizacija.....	6
2.3. Prednosti i nedostaci euroizacije .....	7
2.3.1. Prednosti euroizacije .....	7
2.3.2. Nedostaci euroizacije .....	9
3. MONETARNA POLITIKA I MONETARNI SUVERENITET .....	10
3.1. Pojam monetarnog suvereniteta .....	10
3.2. Monetarna politika i izbor režima deviznog tečaja .....	11
3.3. Nemoguće trojstvo .....	13
4. DOLARIZACIJA/EUROIZACIJA U SVIJETU .....	15
4.1. Primjer službene dolarizacije u Crnoj Gori.....	16
4.2. Primjer službene dolarizacije u Ekvadoru.....	17
5. DEEUROIZACIJA.....	19
6. MONETARNA POLITIKA U UVJETIMA EUROIZACIJE: PRIMJER REPUBLIKE HRVATSKE.....	21
5.1. Depozitna i kreditna euroizacija u Republici Hrvatskoj .....	21
6.2. Monetarna politika Hrvatske narodne banke .....	24
6.2.1. Okvir monetarne politike .....	24
6.2.2. Upravljanje deviznim tečajem.....	25
6.2.3. Instrumenti i mjere .....	26
6.3. Kamatna stopa u Republici Hrvatskoj.....	29
6.4. Republika Hrvatska i Euro .....	32
7. ZAKLJUČAK .....	34
LITERATURA.....	36
POPIS SLIKA, TABLICA I GRAFIKONA .....	38
SAŽETAK.....	39
SUMMARY .....	40

## 1. UVOD

Predmet ovog završnog rada je euroizacija, odnosno proces u kojemu dolazi do veće ili potpune zastupljenosti strane valute nad domaćom. Korištenje strane valute u nekoj zemlji generalno se naziva dolarizacijom, međutim kada je riječ o europskim zemljama koje su pristupile članstvu Europske unije, primjereniji naziv je euroizacija. Konkretno, govori se o valuti eura gdje ista preuzima osnovne funkcije novca te postaje sredstvom plaćanja, mjerom vrijednosti te sredstvom očuvanja vrijednosti. Također, promatra se ponašanje središnje banke i politike koju provodi s ciljem promicanja razvojnih ciljeva države.

U konačnici, svrha rada je upoznati se s pojmom euroizacije te njenim najznačajnijim učincima na gospodarstvo, odnosno prednostima i nedostacima iz čije će se analize donijeti zaključak je li euroizacija pogodan instrument monetarne politike koji bi se mogao preporučiti Republici Hrvatskoj.

Rad je strukturiran na način da je podijeljen na 7 poglavlja pri čemu svako na cjelovit način pristupa određenoj tematici. Poglavlje 1 odnosi se na uvod, dok se poglavlje 7 odnosi na zaključak, odnosno osvrt i konačno mišljenje autora temeljem obrađenog rada. U poglavlju 2 generalno je predstavljen sam pojam euroizacije te mu najčešći uzroci i objašnjene su tri osnovne varijante euroizacije, odnosno dolarizacije. Također, iskazane su neke od osnovnih prednosti i nedostaci euroizacije. Poglavlje 3 referira se na pojam monetarnog suvereniteta te na izbor režima deviznog tečaja, a ukratko je i objašnjena situacija nemogućeg trojstva. U poglavlju 4 analizirani su generalni učinci dolariziranih zemalja u svijetu te su na primjeru Crne Gore i Ekvadora opisani konkretni efekti službene dolarizacije na ekonomske performanse. U poglavlju 5 date su neke od mogućnosti napuštanja sustava euroizacije, odnosno mjere deeuroizacije i argumenti u korist istima. Poglavlje 6 obuhvaća najširi dio rada, koji se odnosi na monetarnu politiku i cjelokupan proces euroizacije u Republici Hrvatskoj. Analiziran je i postupak neslužbene euroizacije od osamostaljenja države te su grafičkim prikazima iskazana kretanja razina deviznih depozita, kredita i kamatnih stopa. Također, prikazan je okvir rada Hrvatske narodne banke te njezini osnovni instrumenti i mjere, kojima u konačnici upravlja deviznim tečajem i razinom cijena.

Temelj za izradu rada predstavlja stranica Hrvatske narodne banke, odakle su preuzete najznačajnije informacije te grafikoni na kojima se prepoznaje sam proces euroizacije u Republici Hrvatskoj. Također, korištena je stručna literatura domaćih i stranih autora. Od

domaćih autora ističe se literatura profesorice M. Božine, profesora I. Lovrinovića te guvernera HNB-a Borisa Vujčića. Djelo ekonomskih stručnjaka iz Crne Gore „Economic policy in dollarized economies with a special review of Montenegro“ predstavlja bazu strane literature iz koje je prikazan i primjer euroizacije u Crnoj Gori. Uz navedene, prilikom izrade korišteni su i brojni znanstveni članci i publikacije od kojih se izdvaja „Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj“ od T. Galca, direktora Direkcije za financijsku stabilnost u HNB-u.

Znanstvene metode korištene pri izradi ovog rada su povijesna metoda, induktivna i deduktivna metoda te metoda opservacije.



## 2. POJAM I OBLICI EUROIZACIJE

Ovo poglavlje obuhvaća sam pojam dolarizacije, odnosno euroizacije, neke od uzroka te tri osnovna oblika euroizacije. Također, objašnjene su najznačajnije prednosti i nedostaci uvođenja službene euroizacije.

### 2.1. Pojmovno određenje dolarizacije/euroizacije

Vrijeme sustava zlatno-deviznog standarda bilo je obilježeno fiksnim tečajevima, što znači da su devalvacija i revalvacija bili svjesni činovi neke države. Ciljane promjene tečaja provodile su se nakon odluke vlade neke države, no uz suglasnost Međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a) za promjenu tečaja. 1971. godina prepoznaje se kao prekretnica, gdje se postupno počinje napuštati sustav fiksnog tečaja te prijelazi se na *floating*. *Floating* ili sustav fluktuirajućeg deviznog tečaja karakterizira svakodnevna promjena cijena izazvana tržišnim zakonima ponude i potražnje, gdje nema čvrstog odnosa prema zlatu. Upravo iz tih razloga, posljednjih desetljeća sve je izraženiji trend približavanja stabilnijim novčanim područjima zbog nesigurnosti i nepovjerenja prema vlastitim valutama, što je posebice vidljivo u tranzicijskim te slabije razvijenim zemljama. Zbog straha od nestabilnosti cijena, odnosno većih stopa inflacije ili hiperinflacije, sve se više zemalja odlučuje ukazati povjerenje nekoj od konvertibilnih i postojanih svjetskih valuta, a to su najčešće američki dolar ili euro. Proces globalizacije, opće povećanje svjetske trgovine te rast novčanih transakcija dovode do potrebe povezivanja nacionalnih valuta, što u konačnici dovodi do optjecaja nekoliko valuta istovremeno u jednoj zemlji.<sup>1</sup>

Dolarizaciju, odnosno euroizaciju definiramo kao supstituciju nacionalne valute države nekom stranom valutom ili upotrebu strane valute kao alternativu vlastitoj, a najčešće nastaje kao posljedica inflacijskih poremećaja te neuspješne primjene stabilizacijskih programa. Nekoliko odredbi koje sadrže prava i obveze MMF-a podrazumijevaju da svaka zemlja članica ima vlastitu valutu. Međutim, u praksi, zemlje su mogle pristupiti članstvu MMF-a dok su upotrebljavale valutu druge članice.<sup>2</sup>

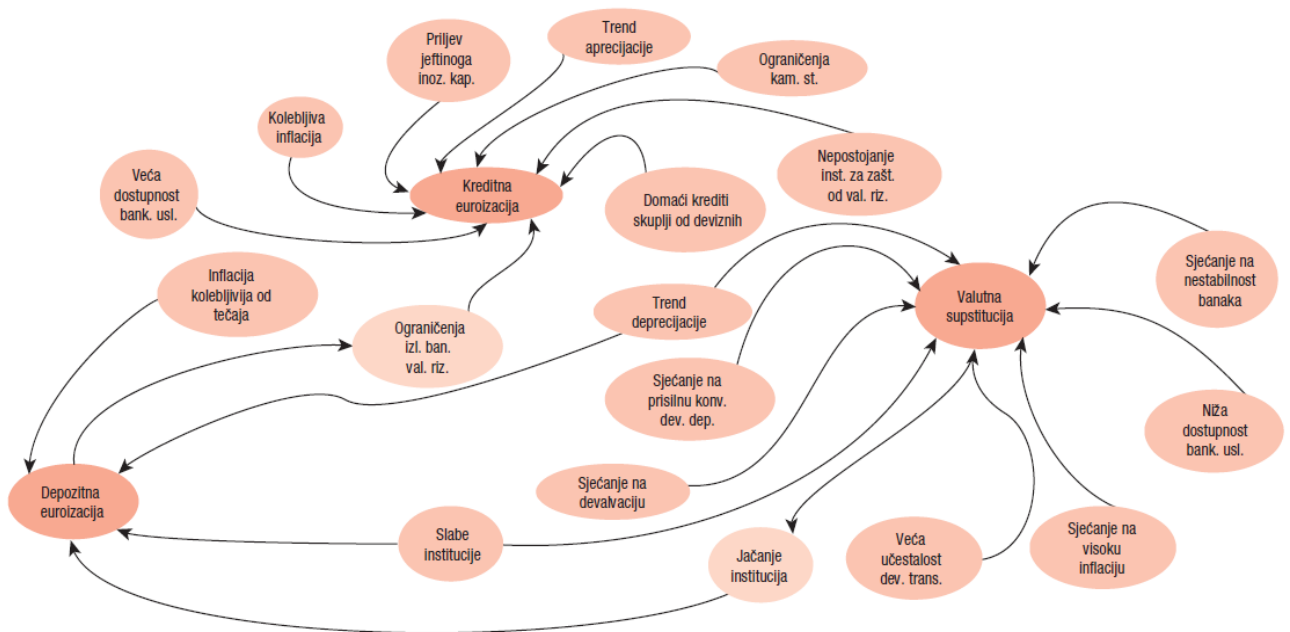
U nastavku su na slici broj 1 prikazani neki od najčešćih uzroka euroizacije u zemlji.

---

<sup>1</sup> Božina, M. (2007): „Pravni i ekonomski ograničeni pogledi na monetarnu suverenost“, Ekonomski pregled, Zagreb, str. 5-6

<sup>2</sup> Loc. cit.

**Slika 1. Uzroci euroizacije**



Izvor: Autor prema Galac, T.: „Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj“, 2011., Zagreb, str. 5

Smisao euroizacije ogleda se u zadovoljenju sljedećih uvjeta:<sup>3</sup>

- radi se o maloj zemlji koja uglavnom ovisi o vanjskoj trgovini
- zemlja je kroz blisku povijest upoznata s većim stopama inflacije ili hiperinflacije
- prihodi od emisijske dobiti (*seigniorage*) su beznačajni zbog već postojeće visoke razine neslužbene euroizacije
- već postoje konvertibilne devizne rezerve koje bi omogućile razmjenu nacionalne valute za bilo koju stranu valutu

<sup>3</sup> Fabris, N. (2004): „Economic policy in dollarized economies with a special review of Montenegro“, Central bank of Montenegro, Podgorica , str. 14

## **2.2. Tri oblika euroizacije**

Pojam euroizacije podrazumijeva tri osnovne varijante, koja uključuje neslužbenu, poluslužbenu te službenu euroizaciju. Svaka od njih ima značajan utjecaj u mogućnostima države kod provedbe monetarne politike.

### **2.2.1. Neslužbena euroizacija**

Situacija u gospodarstvu gdje pravni subjekti drže znatan dio svoje imovine u stranoj valuti koja nije službena valuta predmetne države. Također, ova varijanta obuhvaća strane obveznice i ostalu nemonetarnu imovinu koja se drži u inozemstvu, devizne depozite u inozemstvu i u domaćim bankama te strani efektivni novac koji drže pojedinci. Imovina se drži u stranoj valuti radi očuvanja vrijednosti, odnosno zbog nepovjerenja u vlastitu valutu. Kako pravni subjekti počinju povećavati količinu stranog novca u domaćim bankama, bilo iz transakcijskih razloga ili kao mjeru očuvanja vrijednosti, neslužbena euroizacija teži k poluslužbenoj. Iz analize financijskog sustava i monetarnih institucija može se zaključiti je li u sustavu prisutna neslužbena euroizacija. Izračun obujma euroizacije može se izvesti određivanjem postotka valute u posjedu nerezidenta ili izračunom deviznih depozita u pasivi domaćeg bankarskog sustava.<sup>4</sup>

Neslužbena euroizacija može se javiti u formi valutne supstitucije, imovinske supstitucije te realne euroizacije. Zbog inflacijskih pritisaka koji obezvređuju domaću valutu dolazi do preferencije korištenja stranog novca kao instrumenta plaćanja, odnosno valutne supstitucije ili „euroizacije plaćanja“. Imovinska supstitucija podrazumijeva držanje deviza kao oblika imovine te denominaciju financijskih potraživanja i obveza u stranim valutama. U praksi se najčešće javlja u formi euroizacije depozita, što označava držanje deviznih depozita kao oblika imovine. U konačnici, realna euroizacija označava denominaciju, odnosno fiksiranje cijena i nadnica u stranoj valuti.<sup>5</sup>

### **2.2.2. Poluslužbena euroizacija**

Korak dalje od neslužbene, predstavlja poluslužbena euroizacija, koja podrazumijeva upotrebu stranog novca kao zakonskog sredstva plaćanja. Količina stranog novca može višestruko prijeći iznos depozita u domaćoj valuti kod domaćih banaka, no i dalje se smatra

---

<sup>4</sup> Božina, M. (2007): „Pravni i ekonomski ograničeni pogledi na monetarnu suverenost“, Ekonomski pregled, Zagreb, str. 6-7

<sup>5</sup> Kordić, G. (2002): „Monetarna politika i bankarstvo u uvjetima dolarizacije i valutnog odbora“, Zagreb, str. 20

sekundarnim sredstvom plaćanja. Neovisno o postojanju strane valute u novčanom optjecaju te njezine legalnosti, zemlje koje provode poluslužbenu euroizaciju i dalje imaju suverenitet središnje banke te mogućnosti samostalnog vođenja monetarne politike.<sup>6</sup>

### 2.2.3. Službena euroizacija

Finalno, kad strana valuta postane zakonski isključivo sredstvo plaćanja te preuzme dominantnu ulogu domaćeg novca znači da je euroizacija postala službena. U toj situaciji strana valuta preuzela je sve funkcije novca, uključujući i funkciju prometa i plaćanja u svim transakcijama, bez izuzetaka. Uvođenjem službene euroizacije zemlja se svjesno odriče monetarnog suvereniteta i vlastite središnje banke, a time i mogućnosti provođenja monetarne politike. Posljedica gubitka samostalne monetarne politike znači da država emitent preuzete valute sada kreira i vodi monetarnu politiku u skladu sa svojim interesima i gospodarskim prilikama, dok predmetna država mora prisilno prihvaćati njenu jednoobraznost. Gubitak središnje banke za državu znači i gubitak „posljednjeg utočišta“, što za domaći bankarski sustav znači nemogućnost financiranja od središnje banke. U situacijama nelikvidnosti poslovne banke sada su prisiljene kreditirati se od inozemnih banaka. Vlast države je u mogućnosti zadržati i vlastitu valutu, no ona će u datoj situaciji imati samo sekundarnu ulogu. Poznati je primjer Paname koja imitira svoju valutu *balboa*, uz istovremenu upotrebu američkog dolara kao zakonskog sredstva plaćanja.<sup>7</sup>

Nakon provođenja službene euroizacije, sljedeći korak u procesu je financijska integracija dviju zemalja, odnosno spajanju financijskih sustava istih. Strane financijske institucije moraju podlijegati istim zakonima kao i domaće, dok s druge strane za njih vrijede ista prava i obveze poslovanja kao i za domaće.<sup>8</sup>

Također, jedna od etapa tijekom uvođenja službene euroizacije je i uspostava valutnog odbora (*currency board*), gdje još uvijek postoji državna središnja banka i nacionalna valuta. Valutni odbor predstavlja monetarnu vlast koja izdaje domaću valutu vezanu uz neku stranu (*reserve, anchor currency*) prema fiksnom tečaju. Strana valuta za koju se vezuje domaća najčešće je neka od svjetskih valuta s karakteristikama visoke stabilnosti i konvertibilnosti koja svojim kredibilitetom jamči sigurnost domaće valute. Sustav s valutnim odborom

---

<sup>6</sup> Lovrinović, I. (2002): „**Zašto tranzicijske zemlje napuštaju nacionalne valute i Gube monetarni suverenitet?**“, Profit (2002) 11/12, str. 31-36

<sup>7</sup> Božina, M. (2007): „**Pravni i ekonomski ograničeni pogledi na monetarnu suverenost**“, Ekonomski pregled

<sup>8</sup> Kordić, G. (2002): „**Monetarna politika i bankarstvo u uvjetima dolarizacije i valutnog odbora**“, Zagreb, str. 22

funkcionira na način da primarni novac središnje banke mora imati stopostotno pokriće u stranoj valuti, odnosno prema zakonskoj ili administrativnoj obvezi države je da zamijeni domaću valutu za određenu stranu prema unaprijed dogovorenom tečaju. Središnja banka emitira novac koji ima pokriće u deviznim rezervama, no za emitiranje nije potrebno službeno odobrenje države kojoj pripada rezervna valuta. Potpuna je konvertibilnost domaće i strane valute čime se isključuje mogućnost države koja uspostavlja ovaj sustav da nameće tečajne kontrole ili restrikcije kojima se nadzire tečaj domaće valute.<sup>9</sup>

### **2.3. Prednosti i nedostaci euroizacije**

Uvođenje strane valute, u ovome slučaju eura, nosi sa sobom niz prilika i neprilika, a ovisno o predviđanjima, države se odlučuju hoće li ili neće sprovesti određeni stupanj euroizacije. Ključna stvar kod službene euroizacije je gubitak monetarnog suvereniteta, odnosno nemogućnosti korištenja instrumenata monetarne politike koja ima gotovo jednaku važnost kao i fiskalna. Neusklađenost tih dviju politika može dovesti do negativnih gospodarskih šokova te otežane mogućnosti gospodarskog rasta. S druge strane, jedna od krucijalnih pogodnosti euroizacije je kredibilitet valute jer „otvara vrata“ potencijalnim investitorima koji do sada nisu ulagali zbog rizika od inflatornih učinaka.

#### **2.3.1. Prednosti euroizacije**

Euroizacija predstavlja instrument makroekonomske stabilnosti koji prema empirijskim istraživanjima u dugom roku vodi stabilnosti cijena. Cijene se neće automatski izjednačiti sa cijenama zemlje čija se valuta uvodi, već će postupno, kroz proces cjenovne arbitraže doći do izjednačavanja cijena. Euroizacija ne podrazumijeva da će stopa inflacije biti jednaka u svim zemljama koje koriste istu valutu, već će varirati ovisno o mogućnostima ekonomskog rasta pojedinog gospodarstva. Države s višim ekonomskim rastom imati će veće stope inflacije od država koje imaju prosječne ili ispodprosječnu stopu rasta.<sup>10</sup> Važno je istaknuti da značajnu ulogu kod izjednačavanja cijena ima i konkurentnost samog gospodarstva ili pojedinih gospodarskih grana, gdje neće doći do izjednačavanja ako postoje neki oblici nepotpune konkurencije. U pogledu kamatnih stopa postoje određena odstupanja, gdje kao i kod izjednačenja cijena dolazi do postupnog izjednačenja kamatnih stopa, ali one se uvijek uvećavaju za rizik svakog gospodarstva pojedinačno. Stoga, euroizacija ne mora nužno dovesti do smanjenja kamatne stope jer će premija rizika na kamatne stope i dalje postojati

---

<sup>9</sup> Božina, M. (2007): „Pravni i ekonomski ograničeni pogledi na monetarnu suverenost“, Ekonomski pregled, str. 7

<sup>10</sup> Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009): „Monetarna politika“, RRI plus, Zagreb, str. 78

ovisno o visini proračunskog deficita, kvaliteti financijskog sustava te fleksibilnosti tržišta rada i proizvoda. Uvođenje strane valute može imati blagotvoran učinak na špekulativne financijske krize. Kako je strana valuta povezana sa svim velikim svjetskim burzama, lokalni investitori i špekulanti nisu u mogućnosti manipulirati njenom vrijednošću. Međutim, nije isključena mogućnost da strana valuta postane predmetom špekulativnih akcija moćnijih „igrača“, što može dovesti do prelijevanja špekulativnih kriza. Brojne studije ukazuju na to da euroizacija smanjuje vjerojatnost pojavljivanja sustavne krize u bankarskom sustavu zbog držanja depozita u stabilnim svjetskim valutama te prisutnosti multinacionalnih banaka i financijskih institucija.<sup>11</sup> Najznačajnije prednosti uvođenja službene euroizacije opisane su sljedećim točkama:<sup>12</sup>

- niska stopa inflacije (približna zemljama članicama EU)
- ograničavaju se mogućnosti zlouporabe monetarne politike
- potencijalno niže kamatne stope kao posljedica nižih stopa inflacije uz manjak rizika deprecijacije, odnosno devalvacije, što dalje znači smanjenje troškova kreditiranja i poticanje poduzetničkih aktivnosti
- ubrzanje razvoja domaćeg tržišta kapitala
- smanjuju se transakcijski troškovi konverzije europskih valuta u međunarodnim gospodarskim odnosima
- olakšava se integracija i pristup domaćih tvrtka međunarodnom tržištu te dolazi do poticaja izravnih stranih ulaganja
- zahtjeva se veća fiskalna disciplina, odnosno racionalnije upravljanje proračunskim sredstvima
- eliminira se valutni rizik (i dalje postoji kod trgovine sa trećim zemljama, gdje euro nije zakonsko sredstvo plaćanja, no radi prelaska na stabilniju valutu volatilnost će biti smanjena)

---

<sup>11</sup> Fabris, N. et al. (2004): „**Economic policy in dollarized economies with a special review of Montenegro**“, Central bank of Montenegro, Podgorica, str. 15-16

<sup>12</sup> Loc. cit

### 2.3.2. Nedostaci euroizacije

Sljedeće točke opisuju negativne efekte uvođenja euroizacije:<sup>13</sup>

- gubitak središnje banke kao „posljednjeg utočišta“ financiranja te gubitak nezavisne monetarne politike (nemogućnost „injektiranja“ dodatne likvidnosti poslovnim bankama iz primarne emisije te nemogućnost intervencije središnje banke u situacijama recesije ili pretjeranog gospodarskog rasta)
- gubitak *seigniorage* prihoda ili emisijske dobiti koja predstavlja razliku troškova između tiskanja novca i nominalne vrijednosti
- jednokratni troškovi – konverzija cijena te ostali tehnički troškovi
- ne postoji mogućnost prilagođavanja razine deviznog tečaja
- povećan odljev valute u slučaju prekomjernog deficita bilance plaćanja
- nemogućnost korištenja inflatornog poreza u izvanrednim situacijama
- Gubitak deviznih rezervi (nastao kao posljedica povlačenja vlastite valute, odnosno njenog otkupa)

Najznačajniji negativni efekt euroizacije ogleda se u gubitku vođenja i kreiranja vlastite monetarne politike. U situacijama recesije euroizirana zemlja sada ne može sama devalvirati valutu puštanjem određene količine novca u optjecaj, već se mora služiti drugim elementima ekonomske politike. Ograničena je i funkcija središnje banke kao krajnjeg izvora likvidnosti u izvanrednim kriznim situacijama, odnosno poslovne banke i cjelokupan financijski sustav su prepušteni sami sebi. Ističu se dvije skuplje alternative tome. Jedna je da nositelji gospodarske politike sačuvaju određena likvidna sredstva za kreditiranje banaka u recesiji ili da se osiguraju kreditne linije iz inozemstva koje se mogu iskoristiti samo u nužnim slučajevima. Također, evidentan je gubitak prihoda od primarne emisije valute koji ima značajnost za državu ovisno o stupnju razvijenosti ekonomije.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Loc.cit.

<sup>14</sup> Ibidem., str. 18-19

### **3. MONETARNA POLITIKA I MONETARNI SUVERENITET**

U sve kompleksnijim uvjetima globalizacije i integracijskih ekonomskih procesa, brojne zemlje nastoje promovirati nacionalne interese, što i dovodi do pitanja suvereniteta, a time i monetarnog suvereniteta. Sama ideja suvereniteta jest političke naravi, iako isključena iz suvremene ekonomske teorije u praksi se ulažu napori u vidu valorizacije iste.

#### **3.1. Pojam monetarnog suvereniteta**

Razvijenost financijskog tržišta nacionalne ekonomije usko je povezana s uspjehom uključenja u tržišnu konkurenciju i integraciju svjetskog gospodarstva. U tom smislu je ekonomska integracija uvjet monetarne integracije, a ekonomska suverenost zemlje oslonac monetarnoj suverenosti. Ekonomska integracija najčešće dovodi do povećanja ekonomskog blagostanja na štetu ekonomske suverenosti, a monetarna integracija podrazumijeva povećanje ekonomskog blagostanja na štetu monetarne suverenosti. Ekonomski i pravni put k monetarnoj integraciji je dugotrajan proces koji zahtjeva prethodnu prilagodbu, odnosno uklanjanje prepreka navedenoj integraciji poput carinskih ograničenja, omogućavanju konkurencije na financijskim tržištima i tržištima rada te harmonizirano upravljanje unutarnjom i vanjskom ekonomskom politikom. Ocjenom koristi i troškova dolazi se do odluka o pristupanju ili nepristupanju monetarnoj integraciji. Pristupanjem monetarnoj integraciji nacionalne monetarne jedinice gube ovlast samostalnog vođenja monetarne politike. Također, središnja banka gubi realnu moć u gospodarstvu jer ne može više utjecati na količinu novca u optjecaju, odnosno kupovnu moć novca, a gospodarske jedinice ne mogu više računati na poticaj domaće monetarne politike i njenog utjecaja na politiku kamatne stope u poticanju konkurentnosti gospodarstva te deviznog tečaja. U smislu ekonomske i monetarne suverenosti, ovakav oblik integracije je visokorizičan. Temeljem prethodnih iskustava još povijesno nastalih monetarnih integracija, može se zaključiti da su očekivanja postavljena pred monetarnu uniju i prednosti napuštanja monetarne suverenosti, donekle nerealna i preuveličana. Očekivanja su kako će upotreba jedinstvene valute unutar monetarne unije djelovati poticajno na financijsko tržište, a posljedično tome i na ekonomska kretanja. Stoga, postavlja se pitanje vodi li ekonomska integracija kroz monetarnu integraciju prema višoj razini trgovinskog i ekonomskog rasta ili u moguću nesigurnost? S obzirom na globalizaciju financijskih tokova, instrumenata i institucija, zemlje koje se odluče na monetarnu integraciju, potencijalno će poboljšati situaciju na financijskom tržištu, čime će privući nove inozemne investitore, koji su u datoj situaciji skloniji ulaganju u imovinu i dugove denominirane u toj



valuti. Shodno tome, dolazi do razvoja bankarskih poslova, ali i poduzetništva, što djeluje povoljno na cjelokupno gospodarstvo. Stoga gubitak autonomnosti kod upravljanja monetarnom politikom i politikom tečaja ima za posljedicu izrazite mikroekonomske učinke na nacionalno gospodarstvo, koji ne moraju nužno biti negativni.<sup>15</sup>

Suštinsko pitanje je definiranje pravnog aspekta novca, odnosno u smislu monetarne suverenosti zemlje koja zakonom određuje što se smatra novcem te sva ostala pitanja vezana uz nacionalno monetarno ustrojstvo. Suvremeni novac nadilazi okvire zakonskog značenja, a pravo na emisiju novca i ustroj monetarnog sustava smatra se općepriznatom ovlašću države. U tome se ogleda uska povezanost monetarne i političke suverenosti, gdje bez monetarne suverenosti država ne može biti suverena.<sup>16</sup>

### **3.2. Monetarna politika i izbor režima deviznog tečaja**

Devizni tečaj predstavlja cijenu domaćeg novca izraženu u stranom novcu, odnosno koliko jedinica domaćeg novca treba dati za jedinicu stranog novca, što se naziva sustavom direktnog kotiranja. Sustav indirektnog kotiranja primjenjuje samo Velika Britanija, gdje je devizni tečaj izražen kao broj jedinica strane valute koji treba dati za jedinicu domaćeg novca. Kako utječe na gotovo sve makroekonomske pojave, devizni tečaj je izuzetno značajna ekonomska varijabla pa u skladu s time broji ekonomisti smatraju kako je to najvažnija ekonomsko-politička cijena koju treba odrediti u jednoj zemlji. Promjene deviznog tečaja imaju znatan utjecaj na uvjete razmjene, odnosno na cijenu uvozno-izvoznih proizvoda te na rentabilnost izvoza. U konačnici dolazi do promjena relativnih cijena, a time i do redistribucije nacionalnog dohotka te realokacije gospodarskih resursa zbog čega velik broj ekonomista naglašava važnost izbora deviznog režima u državi.<sup>17</sup>

S raspadom zlatnog standarda, kada su prevladavali sustavi fiksnih deviznih tečajeva, dolazi do tranzicije na politiku manipuliranog fiksnog tečaja ili na sustav fluktuirajućih, odnosno fleksibilnih tečajeva, no sada pod stalnim utjecajem regulativnih mjera. Mjesto slobodnog devinog tržišta, sada je umnogome zamijenjeno reguliranim deviznim tržištem to jest, deviznim režimom, gdje postoji mogućnost postojanja više vrsta tečajeva. Slobodni tečaj prepušten je utjecaju ponude i potražnje zbog čega može fluktuirati neograničeno. Službeni

---

<sup>15</sup> Božina, M. (2008): „**Pravni aspekti monetarne suverenosti**“, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Zagreb, str. 108-109

<sup>16</sup> Ibidem., str. 110

<sup>17</sup> Perišin I., Šokman A., Lovrinović I. (2001): „**Monetarna politika**“, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula, str. 335-337

tečaj dijeli se na sustave jedinstvenog tečaja te na sustav diferenciranih tečaja, gdje se prema prirodi operacije ili po nekoj drugoj osnovi, mogu određivati različiti tečajevi. Prema novijoj literaturi može se zaključiti da je danas riječ o razdoblju upravljanih deviznih tečajevaluta, gdje se ističu devet najznačajnijih tečajnih režima: monetarna unija, valutni odbor, pravi fiksni tečaj, prilagođavajuće vezani tečaj, puzajući devizni tečaj, tečaj vezan za košaricu valuta, plivajući tečaj u okviru utvrđenih raspona, upravljano plivajući tečaj i slobodno plivajući tečaj. Empirijska istraživanja pokazuju da su zemlje sklone mijenjanju tečajnih režima otprilike svakih šest godina, što bi značilo da ne postoji striktno pravilo kod utvrđivanja deviznog režima, već se isti prilagođava stanju u zemlji. Kod utvrđivanja „optimalnog“ sustava deviznog tečaja potrebno je uzeti u obzir dvije temeljne pretpostavke; nijedan sustav deviznih tečajevaluta nije sam po sebi permanentan te pojedine ekonomije prilagođavaju svoje sustave deviznih tečajevaluta ovisno o konkretnoj makroekonomskoj situaciji. Također, postoje neke opće smjernice kod izbora politike tečaja koje su zajedničke svim vrstama ekonomija. Novije ekonomske literature navode sljedeće determinante utjecaja na izbor tečajnog režima:<sup>18</sup>

- veličina ekonomije – što je nacionalna ekonomija veća, to je bolje koristiti sustav fluktuirajućih deviznih tečajevaluta,
- otvorenost ekonomije – što je stupanj otvorenosti neke zemlje viši, to je bolje koristiti se sustavom fiksnih tečajevaluta,
- diverzifikacija proizvodnje/strukture izvoza – što je stupanj diverzifikacije niži, a udio jednog vanjskotrgovinskog partnera visok, to se čini boljim korištenje sustava „vezivanja“ deviznog tečaja uz valutu te zemlje,
- divergencija između stope domaće i inozemne inflacije – što je stupanj inflacije viši, to je bolje korištenje sustava fluktuirajućeg deviznog tečaja, premda sustav fiksnog tečaja može biti koristan u stabilizacijskoj politici,
- stupanj ekonomske/financijske razvijenosti – što je ovaj stupanj viši, to je bolje koristiti se sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja,

---

<sup>18</sup> Perišin, I. Šokman, A., Lovrinović, I. (2001): „**Monetarna politika**“, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula, str. 345-347

- mobilnost faktora rada – što je mobilnost niža, bolje je koristiti se sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja,
- mobilnost kapitalnih tokova – viši stupanj mobilnosti tokova kapitala implicira velike teškoće u održavanju sustava fiksnog tečaja,
- inozemni nominalni šokovi – ako je ekonomija izložena toj vrsti šokova, tada je bolje koristiti se sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja,
- domaći nominalni šokovi – ako je ekonomija izložena toj vrsti šokova, tada je bolje koristiti se sustavom fiksnog deviznog tečaja,
- realni šokovi – ako je ekonomija izložena realnim šokovima (domaćim ili inozemnim), bolje je korištenje sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva,
- kredibilnost nositelja makroekonomske politike – što je niža kredibilnost, to je bolje korištenje sustava fiksnog deviznog tečaja.

### 3.3. „Nemoguće trojstvo“

„Nemoguće trojstvo“ ili trilema implicira nemogućnost istodobnog postizanja tri cilja koje nacionalne vlasti nastoje ostvariti kroz tečajnu politiku. U uvjetima slobodne međunarodne mobilnosti kapitala, simultano održavanje sustava fiksnoga deviznog tečaja i vođenje autonomne monetarne politike nije moguće. Naime, stabilnost nacionalne valute, monetarni suverenitet i integraciju s međunarodnim financijskim tržištima nemoguće je ostvariti u isto vrijeme pa je zemlja suočena s odabirom jedne od triju mogućnosti:<sup>19</sup>

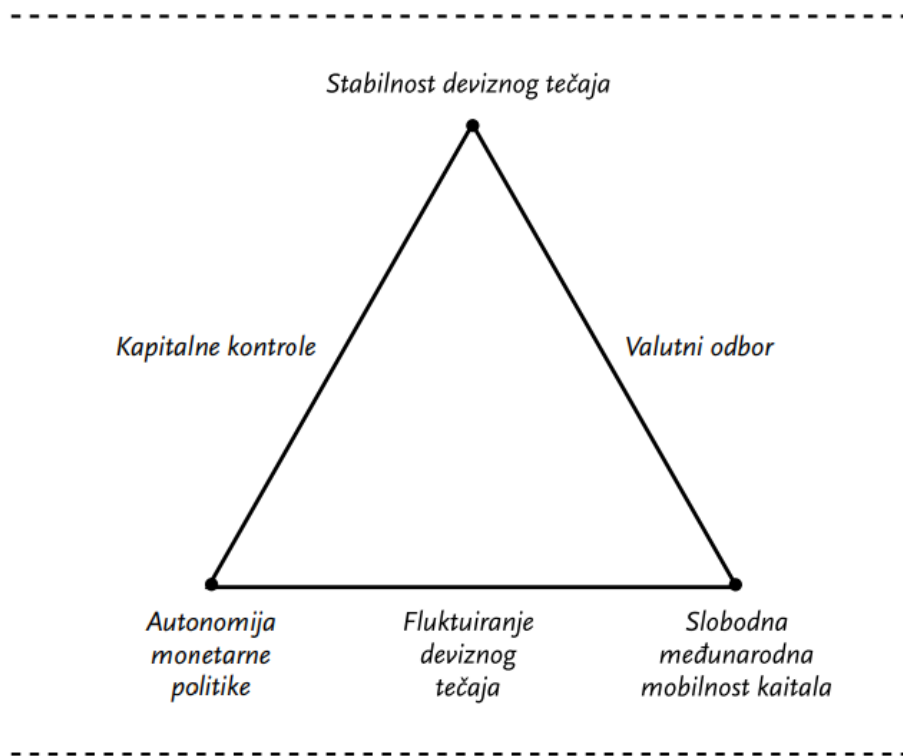
- sustav fiksnog deviznog tečaja i slobodne međunarodne mobilnosti kapitala u okviru valutnoga odbora,
- sustav fiksnog deviznog tečaja i autonomije monetarne politike, no uz nametanje kapitalnih kontrola
- autonomija monetarne politike i slobodne međunarodne mobilnosti kapitala, ali u sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva

---

<sup>19</sup> Koški, D. (2008): „Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku“, Ekonomski vjesnik, str. 36-37

Sljedeća slika prikazuje situaciju u kojoj se zemlja u određenom trenutku može nalaziti samo na jednoj od triju moguće stranice trokuta, odnosno može se odlučiti samo za jednu od triju mogućnosti, odakle i dolazi naziv trilema.

**Slika 2.** Trilema deviznog tečaja



Izvor: Autor prema Koški, D. (2008): „**Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku**“, Ekonomski vjesnik, str. 36

„Primjerice, ako promatrana zemlja u ozračju slobodne međunarodne mobilnosti kapitala i sustava fiksnog deviznog tečaja želi voditi autonomnu monetarnu politiku kroz smanjenje domaće kamatne stope u odnosu na inozemnu, prouzročit će odljev kapitala u inozemstvo. S obzirom da devizni tečaj mora ostati fiksni, odljev kapitala značit će smanjenje novčane mase i međunarodnih pričuva što će u konačnici rezultirati ponovnim rastom kamatne stope.“<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Loc.cit.

#### 4. DOLARIZACIJA/EUROIZACIJA U SVIJETU

Još od 1970. dolarizacija je tema od velikog značaja, posebice kod zemalja u razvoju na području Latinske Amerike. Nedavna financijska i gospodarska kriza dodatno je aktualizirala ovu pojavu, no ovaj puta intenzivnije na području Srednje i Istočne Europe. Tijekom perioda makroekonomske i političke nestabilnosti društvo nastoji očuvati vrijednosti svoje imovine, stoga se odlučuje na učestaliju uporabu strane valute u koju ima više povjerenja nego u domaću. Proces tranzicije dodatno je doprinio nepovjerenju prema domaćoj valuti te neučinkovitosti realnog sektora. Međutim, egzaktnu učinke uvođenja strane valute na performanse neke ekonomije je teško odrediti s obzirom da je mali broj zemalja koje imaju statistički značajnu povijest dolarizacije. Uostalom, većinu dolariziranih zemalja čine male zemlje sa specifičnim karakteristikama u pogledu njihovog geografskog područja i strukture gospodarskih djelatnosti.<sup>21</sup>

Iskustva su pokazala da su drastične monetarne reforme, poput dolarizacije, u pravilu plodonosne, barem tijekom početnih faza. To je nedvojbeno potvrđeno, primjerice: od strana valutnih odbora u Bugarskoj i BiH, novčanom reformom u Argentini, uvođenjem nove valute u Brazilu, stabilizacijskim programom u Izraelu, dolarizacijom u Panami te mnoštvom drugih. Dolarizirane zemlje su u prosjeku imale nešto viši BDP po glavi stanovnika naspram zemalja s vlastitom valutom. 2004. godine, dvanaest dolariziranih zemalja pripadalo je skupini od četrdeset najbogatijih, a od toga samo 5 zemalja je imalo BDP po glavi stanovnika niži od 1.500 američkih dolara. Dolarizirane zemlje, u pravilu, imaju niže stope rasta cijena usporedno s zemljama s vlastitom valutom, dok s druge strane, imaju nešto manje stope gospodarskog rasta, što se može objasniti nesposobnošću ovih zemalja da se prilagode vanjskim poremećajima kao što su troškovi kapitala i trgovinski tokovi. Također, većina dolariziranih zemalja ima problema s deficitom platne bilance jer su u nemogućnosti služiti se politikom deviznog tečaja za destimulaciju uvoza te stranom konvertibilnom valutom kako bi se smanjili transakcijski troškovi i pojeftinio uvoz. Međutim, dolarizirane zemlje ostvaruju značajan prihod od turizma, koji ima efekt „nevidljivog“ izvoza, odnosno djeluje pozitivno na deficit vanjskotrgovinske bilance. Zajedno s uvođenjem dolarizacije, neke zemlje su ukidale središnje banke vjerujući da je s gubitkom njene emisijske funkcije opstanak središnje banke u potpunosti neupitan. Ova rješenja su se pokazala neučinkovitim s obzirom da je izgubljen kvalitetan sustav nadzora banaka pa su zemlje primorane uspostaviti specijalizirane agencije

---

<sup>21</sup> Perišin I., Šokman A., Lovrinović I. (2001): „**Monetarna politika**“, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula, str. 433-435

za istu svrhu. Iskustva većine latinoameričkih gospodarstava otkrilo je da je dolarizacija povezana s efektom histereze, odnosno situacijom kada se u inflacijskim uvjetima dio nacionalne valute zamijeni stranom te nakon inflacije strana valuta nije potisnuta, a domaća valuta gubi svoj primaran značaj. Nakon integriranja poslovnih aktivnosti u novom sustavu te podmirivanju troškova istog, ekonomski subjekti više nisu spremi plaćati troškove za povratak u stari sustav, koji bi ponovno mogao doživjeti novu krizu.<sup>22</sup>

Zemlje koje su se odlučile za zamjenu vlastite valute, kao posljedica dubokih recesija, hiperinflacije, makroekonomske nestabilnosti ili nekog drugog ekonomskog poremećaja, najčešće se i dalje nalaze u lošoj gospodarskoj situaciji. Stoga je nerazumno očekivati da će dolarizacija dovesti do ubrzanog gospodarskog rasta, no u najmanju ruku može stvoriti jedan od nužnih preduvjeta, odnosno stabilne ekonomske uvjete.

#### **4.1. Primjer službene euroizacije u Crnoj Gori**

Nakon raspada SFRJ, 1992. godine, te formiranja Savezne Republike Jugoslavije kao zajedničke države Srbije i Crne Gore, Narodna banka Crne Gore izgubila je svoju autonomiju jer je monetarni sustav ponovno centraliziran u Beogradu. Visoka razina monetarne i financijske centralizacije omogućila je monetarnim vlastima laku manipulaciju i zlouporabu položaja zbog nepostojanja bilo kakve pravne države te financijske discipline, što je u konačnici dovelo do hiperinflacije u razdoblju od 1992. do 1994. Početkom 1994. vlada SRJ provodi monetarnu reformu s ciljem drastičnog smanjenja hiperinflacije te poboljšanja gospodarske situacije. Ovaj stabilizacijski program bio je baziran na novoj valuti, „Super Dinar“, koja je bila vezana za njemačku marku u omjeru od 1:1. Što se tiče mjera ekonomskog rasta i fiskalnih reforma, program nije bio naročito uspješan, no s druge strane došlo je do oslobođenja od hiperinflacije te stabilizacije cijena. Međutim, nepovjerenje prema domaćoj valuti i dalje je ostalo evidentno stoga su sve veće transakcije ostale u stranoj valuti, najčešće njemačkoj marki, koja je i dalje ostala kao primarna valuta štednje građana. Nakon značajnije devalvacije dinara 1999. godine, kada mu je vrijednost pala oko dva i pol puta naspram njemačke marke, crnogorska vlada započinje raditi na monetarnom restrukturiraju. Polazeći od prakse višegodišnje štednje i obavljanja transakcija u njemačkim markama, i od strane građana i poslovnog sektora, crnogorska vlada odlučila se na model službene euroizacije s njemačkom markom kao službenom nacionalnom valutom. U studenome 1999.

---

<sup>22</sup> Fabris, N. et al. (2004): „**Economic policy in dollarized economies with a special review of Montenegro**“, Central bank of Montenegro, Podgorica, str. 22-23

Crna Gora uvodi paralelni valutni sustav, u kojemu njemačka marka postaje zakonsko sredstvo plaćanja te ulazi u optjecaj zajedno s domaćom valutom dinarom. Od siječnja 2001. njemačka marka (DEM) postala je zakonski isključivo sredstvo plaćanja, što je trajalo do lipnja 2002. godine kada marku zamjenjuje euro. Kao mala zemlja s otvorenom vanjskom politikom i trgovinom (posebice sa zemljama europodručja), s iskustvom hiperinflacije u prošlosti, s beznačajnim prihodima od emisijske dobiti (*seigniorageom*) te znatnom fleksibilnošću radne snage, Crna Gora je zadovoljavala sve teorijske uvjete za uspješnu provedbu euroizacije. Nakon uvođenja službene euroizacije, situacija u monetarnom, financijskom i bankarskom sektoru Crne Gore počela je pokazivati pozitivne znakove u vidu povećanja povjerenja građana u novi monetarni režim. Zabilježeni su i porasti depozita, a tijekom 2003. godine došlo je do značajnih porasta kratkoročnih, a nešto kasnije i dugoročnih kredita. Također, zabilježen je porast BDP-a i smanjenje proračunskog i deficita tekućeg računa platne bilance te inozemne pomoći. 1999. godine inflacija je bila na visokih 128% da bi 2004. godine pala na razumnih 4,5%. Na kraju, teško je zaključiti u kojoj je mjeri euroizacija pridonijela poboljšanju makroekonomskog okruženja, budući da su u istom razdoblju provedene reforme koje su također pridonijele gospodarskom rastu.<sup>23</sup>

#### **4.2. Primjer službene dolarizacije u Ekvadoru**

Od 1980. do 2000. godine Ekvador se nalazio u financijskoj i ekonomskoj krizi praćenoj visokim stopama inflacije. U situacijama većih oscilacija cijena nafte zbog visoke uvozne ovisnosti o istoj, ekonomija Ekvadora je doživljavala brojne gospodarske šokove. Međutim, od 2000. godine, kada je inflacija dosegla svoj vrhunac na visokih 96%, vlada Ekvadora se odlučuje na uvođenje službene dolarizacije kao monetarne strategije s ciljem stabilizacije cijena. Nakon toga se bilježi drastično smanjenje inflacije, koja od 2002. nije prelazila 5%, osim 2008. godine, za vrijeme svjetske gospodarske krize. Od tada kretanja stope inflacije u Ekvadoru prate trendove inflacije u SAD-u. Između 1990. i 2000. godine prosječna kamatna stopa u Ekvadoru je iznosila oko 42%. Međutim, nakon dolarizacije u razdoblju od 2001. do 2004. godine prosjek kamatnih stopa iznosio je oko 1,2%, dok je u istom periodu u SAD-u prosječna kamatna stopa bila 2,7%. No, bez obzira na dolarizaciju u Ekvadoru, volatilitnost kamatnih stopa je i dalje bila prisutna. U 2000. godini godišnji rast BDP-a je iznosio 1,1% te je usporedno sa tri susjedne zemlje bio najniži. Ubrzo, nakon dolarizacije osjetno je povećanje stope rasta BDP-a koja je nadalje pratila stope rasta susjednih zemalja, odnosno Kolumbije, Perua i Bolivije. Ostali pokazatelji gospodarskog

---

<sup>23</sup> Ibidem., str. 24-25

razvoja u Ekvadoru, primjerice, BDP per capita te GINI indeks, imali su slične trendove kao i kod susjednih zemalja, što znači da dolarizacija nije donijela značajnije promjene vezane za ekonomski rast i razvoj. Uzevši u obzir sve analizirane pokazatelje, može se zaključiti kako je dolarizacija u Ekvadoru, posebice u neposrednih nekoliko godina nakon provedbe službene dolarizacije, imala pozitivan stabilizacijski efekt na razinu cijena i kamatne stope. Međutim, teško je razaznati točne učinke vezane za sam gospodarski rast, koji pojaviše ovisi o nositeljima gospodarske politike te iskorištavanju potencijala zemlje.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Calhoun: The NPS Institutional Archive DSpace Repository. Dostupno na: [https://calhoun.nps.edu/bitstream/handle/10945/48569/16Mar\\_Moran\\_Ben.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://calhoun.nps.edu/bitstream/handle/10945/48569/16Mar_Moran_Ben.pdf?sequence=1&isAllowed=y),

Moran, Benjamin P. (2016): „**Dollarization in El Salvador and Ecuador: a model worth following?**“, Naval Postgraduate School Calhoun, Monterey, California, str. 31-55

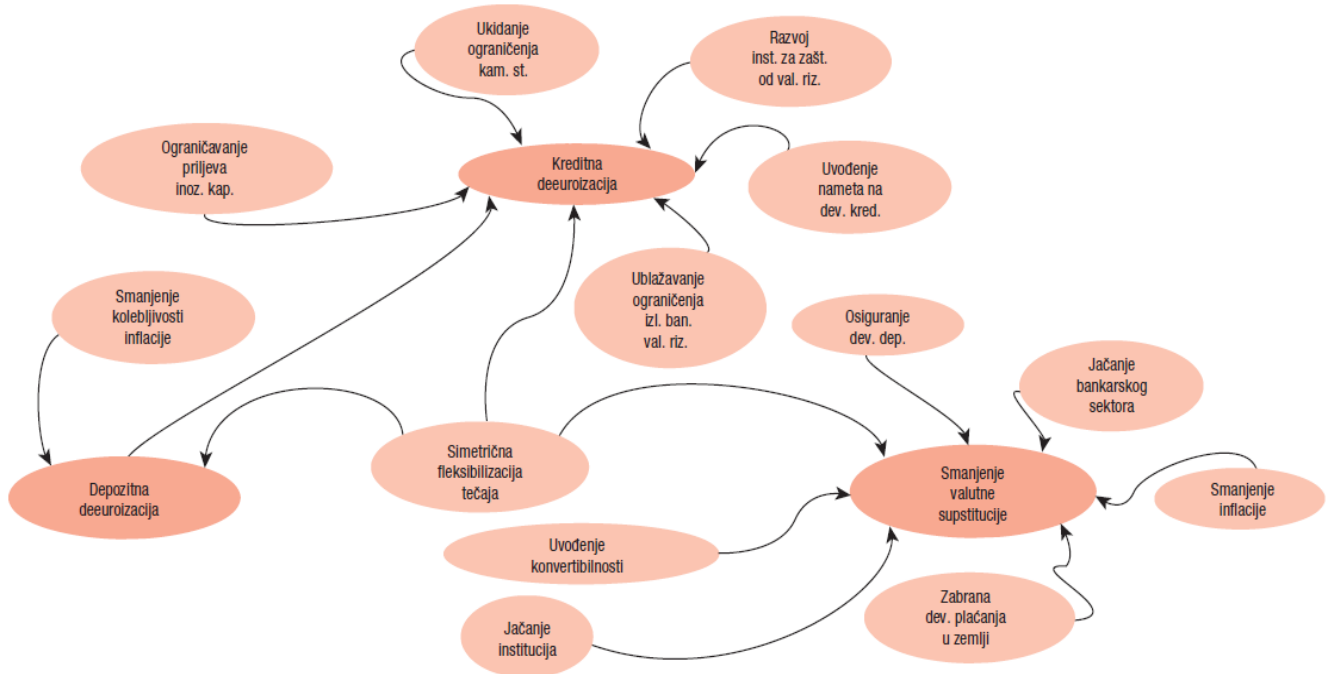


## 5. DEEUROIZACIJA

Kada troškovi neslužbene euroizacije premašuju koristi, nositelji ekonomske politike trebali bi razmišljati o mjerama deeuroizacije. Konkretno, posljedice visokog stupnja kreditne euroizacije izlažu zemlju specifičnoj vrsti sistemskog rizika. Slabljenjem domaće valute prema košarici valuta u kojoj se odobravaju devizno normirani krediti, dolazi do povećanja ukupnog kreditnog rizika. Ova vrsta rizika posebno dolazi do izražaja u vrijeme cikličkog usporavanja ili u razdobljima većih financijskih i gospodarskih poremećaja te kod kreditiranja stanovništva i malog poduzetništva, koji obično ne ostvaruju devizni prihod niti imaju povoljan pristup instrumentima za zaštitu od valutnog rizika. Stoga, u zemljama gdje je kreditna euroizacija prezastupljena pojava, nositelji gospodarske politike trebali bi se okrenuti mjerama deeuroizacije. No, s druge strane treba izbjegavati preradikalne mjere poput potpune ili široke zabrane kreditiranja, kako ne bi došlo do neoptimalne putanje kreditnog rasta zbog nesklonosti na strani ponude i/ili potražnje prema kreditima nominiranim u domaćoj valuti.<sup>25</sup>

U nastavku su prikazane neke od mjera za poticanje deeuroizacije.

**Slika 3.** Mjere za poticanje deeuroizacije



Izvor: Autor prema Galac, T.: „Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj“, 2011., Zagreb, str. 6.

<sup>25</sup> Galac, T (2011): „Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj“, 2011., Zagreb, str. 3

Slika 3. prikazuje mjere za poticanje depozitne i kreditne deeuroizacije te smanjenje valutne supstitucije. Najznačajnije mjere za kreditnu deeuroizaciju uključuju: ograničenje priljeva inozemnog kapitala, ukidanje ograničenja kamatne stope, razvoj institucija za zaštitu valutnog rizika, uvođenje nameta za devizne kredite te ublažavanje ograničenja izlaganja valutnom riziku. Smanjenje valutne supstitucije može se provesti sljedećim mjerama: zabranom plaćanja devizama u zemlji, smanjenjem inflacije, jačanjem bankarskog sektora, osiguranjem deviznih depozita, jačanjem institucija te uvođenjem konvertibilnosti. Depozitna deeuroizacija se provodi smanjenjem kolebljivosti inflacije, a simetričnom fleksibilizacijom tečaja dolazi do smanjenja svih oblika euroizacije.

Slučajevi napuštanja sustava službene euroizacije, odnosno dolarizacije, ako se ne radi o zemljama članica eurozone, iznimno su rijetki. Jedini zabilježen slučaj službene dedolarizacije u novijoj povijesti jest primjer Liberije, gdje je do tog procesa došlo kao posljedica građanskog rata, visokog budžetskog deficita te smanjenja količine novce u optjecaju. Primjer Liberije ne može se uzeti kao reprezentativan zbog nekarakteristične situacije, stoga je teško predvidjeti što bi bilo sa zemljom gdje je prisutna službena dolarizacija, a odluči se na strategiju dedolarizacije. Dedolarizacija kao monetarna strategija je više zastupljenija kod neslužbeno dolariziranih zemalja.

## **6. MONETARNA POLITIKA U UVJETIMA EUROIZACIJE: PRIMJER REPUBLIKE HRVATSKE**

Zbog lakšeg razumijevanja aktualnog fenomena neslužbene euroizacije u Hrvatskoj, potrebno je razmotriti događaje koje su prethodili razvoju ovog procesa, što će detaljnije biti opisano u sljedećim potpoglavljima.

### **5.1. Depozitna i kreditna euroizacija u Republici Hrvatskoj**

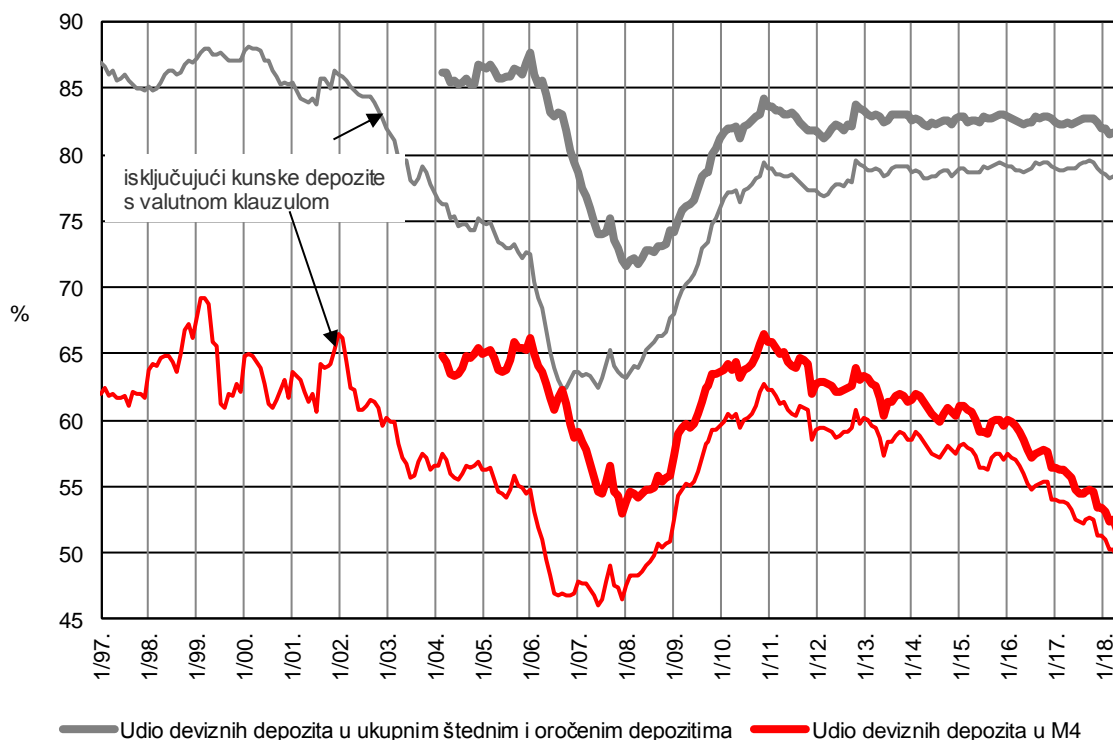
Stanovništvo te poslovni subjekti se odlučuju na držanje depozita u stranoj valuti zbog očuvanja realne vrijednosti financijske imovine, što je odraz racionalnog ponašanja pojedinca ili pravne osobe. U Hrvatskoj, strana valuta držanja depozita je najčešće euro, koji je percipiran kao stabilna valuta. Jedini rizik kod držanja eura, jest apercijacija kune do koje dolazi zbog turističke potražnje za kunom pa oni čiji su depoziti u eurima mogu iskusiti gubitke. U toj situaciji Hrvatska narodna banka (HNB) je prisiljena intervenirati kupnjom eura, odnosno puštanjem dodatnih kuna u optjecaj, kako bi se održao stabilan odnos kune i eura.

Od Hrvatske nezavisnosti 1991. godine, nastavljeni su negativni trendovi iz SFRJ visoke nezaposlenosti, opadajućeg društvenog proizvoda, visokog vanjskog duga te rastuće inflacije. Zbog visokih stopa inflacije, realne kamatne stope na depozite su bile negativne, što je za posljedicu imalo ubrzano povlačenje financijskih sredstava iz banaka. 1991. godine trinaest od dvadeset i osam banaka bilo je insolventno, a inflacija je konstantno rasla da bi 1992./93. kulminirala na 1000%. U toj situaciji bilo je potrebno hitno pokrenuti stabilizacijske mjere provođenjem antiinflacijske politike. Nakon uvođenja stabilizacijskog programa, uvedena je i vlastita službena valuta kuna. Ključna stavka antiinflacijske politike bila je vezivanje domaće za stranu valutu niske inflacije, prvotno njemačke marke, a kasnije eura. Unatoč uspješno provedenom stabilizacijskom programu, gospodarska situacija je i dalje bila loša, a stanovništvo je nastavilo s upotrebom strane valute. Država je sama postavila normu zaduživanja u stranoj valuti, budući da se 2000. godine i sama zadužila kod domaćih banaka pretežito u devizama, a potom se najčešće zaduživala u velikim iznosima izdavanjem devizno nominiranih obveznica na inozemnom tržištu. Međutim, s početkom 2000. godine po prvi puta dolazi do rasta štednih i oročenih depozita pod okriljem ubrzanog gospodarskog rasta, koji je HNB podržala osiguranjem dodatne kunske likvidnosti. Iste godine započinje i

višegodišnji ciklus gospodarskoga rasta popraćen i inozemnim priljevima kapitala, koji su monetarne vlasti morale usporiti kako bi ublažile apercijacijske pritiske na domaću valutu.<sup>26</sup>

Grafikon 1. prikazuje kretanja udjela deviznih depozita u ukupnim štednim i oročenim depozitima te udio deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima (M4).

**Grafikon 1.** Depozitna euroizacija u Hrvatskoj od 1997. do 2018. godine



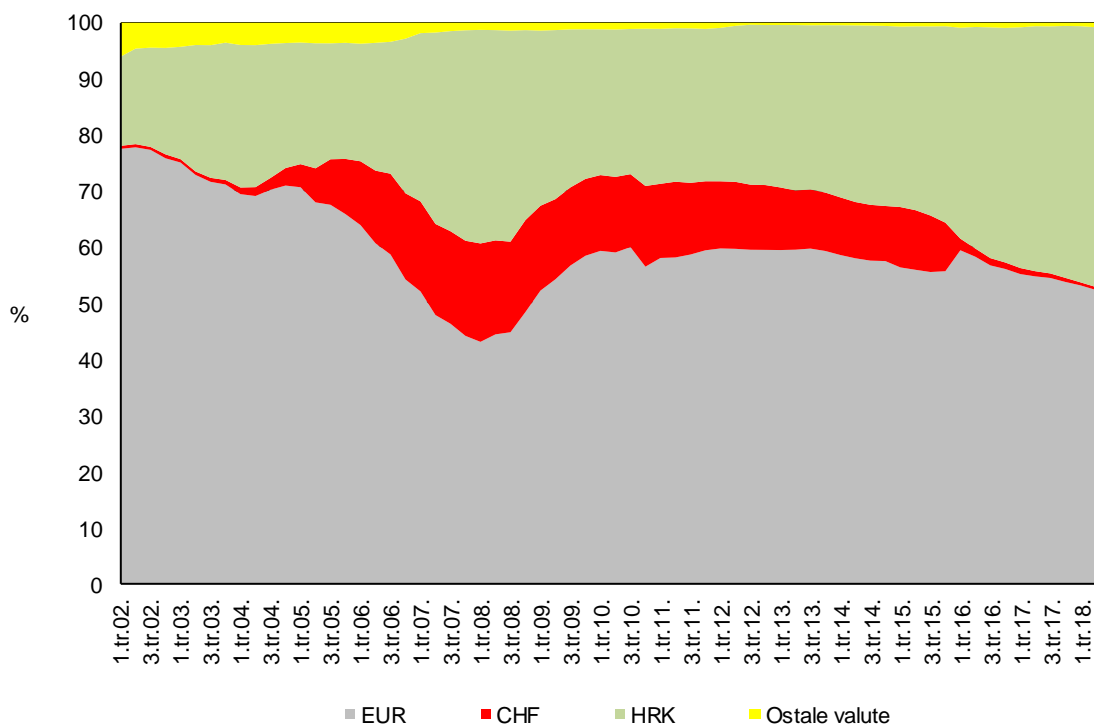
Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Standardni prezentacijski format, dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/120514/ap-rp-spf-pdf-h-spf.pdf/a705fc44-3068-4020-9bb7-b4429eb945f4>

Na Grafikonu 1. uočljiv je pad udjela deviznih depozita nakon 2002. godine koji je trajao sve do svjetske financijske krize 2008. godine, nakon čega ponovno dolazi do rasta deviznih depozita zbog gubitka povjerenja u domaću valutu. Od 2010. godine do danas, udio deviznih depozita u ukupnim štednim i oročenim depozitima iznosi negdje oko 80%, što znači da je u Hrvatskoj prisutan visok stupanj neslužbene euroizacije.

Sljedeći grafikon prikazuje valutnu strukturu kredita od 2002. do 2018. godine.

<sup>26</sup> Galac, T.: „Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj“, 2011., Zagreb, str. 8-9

**Grafikon 2.** Valutna struktura plasmana drugih monetarnih financijskih institucija od 2002. do 2018. godine



Napomena: Krediti u stranoj valuti uključuju kredite denominirane u toj valuti i kredite indeksirane uz tu valutu.

Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Standardni prezentacijski format, dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/120514/ap-rp-spf-pdf-h-spf.pdf/a705fc44-3068-4020-9bb7-b4429eb945f4>

S početka promatranog razdoblja vidljiv je porast kunskih kredita do svjetske gospodarske krize 2008. godine kada dolazi do naglog rasta kamata te pada kunskih kredita sve do 2011. godine. S druge strane dolazi do rasta kredita denominiranih u eurima te švicarskim francima, kao posljedica prilagodbe banaka valutnoj strukturi depozita, odnosno zaštite od valutnog rizika. Rast se nastavio do 2011., nakon čega je uslijedio pad sve do kraja promatranog razdoblja zbog ponovnog povećanja kunskih kredita. Struktura pasive poslovnih banaka većinom se sastoji od depozita u domaćoj i stranim valutama od domaćih i stranih fizičkih osoba, koji čine kreditni potencijal banke. Većinu prikupljenih sredstava banke plasiraju kao kredite stanovništvu, budući da ovdje ostvaruju najviše prinose. Banke inzistiraju na odobravanju kredita u stranoj valuti ili kredita s valutom klauzulom, posebice u

situacijama kada se očekuje deprecijacija domaće valute prema toj stranoj valuti, stoga porast deviznih depozita uzrokuje porast deviznog kreditiranja. Izjednačavanjem omjera stranih depozita i kredita, banke se lišavaju valutnog rizika, odnosno mogućeg gubitka proizašlog iz tečajnih razlika, što se može uočiti i promatrajući korelaciju kretanja deviznih depozita i kredita na grafikonima 1. i 2. Racionalni pojedinci koji imaju kredite u stranoj valuti, nastojati će štediti u istoj, kako bi se izolirali od tečajnog rizika. Ovim se načinom stvaraju uzročno-posljedične veze razvoja neslužbene euroizacije.

Temeljem analize valutne strukture depozita i kredita, može se uočiti visoka zastupljenost neslužbene euroizacije. Kreditna euroizacija izlaže financijski sustav specifičnoj vrsti sistemskog rizika, koji se ogleda u povećanju agregatnog kreditnog rizika zbog slabljenja domaće valute prema košarici valuta u kojima se odobravaju devizno nominirani krediti. Ova vrsta rizika ponajviše pogađa stanovništvo i mala poduzeća koja ne ostvaruju devizne prihode te nemaju mogućnosti kompenziranja gubitaka od tečajnih razlika. U Hrvatskoj se, unatoč svemu, i dalje tolerira rastuća euroizacija depozita i kredita, što zbog visokog inozemnog duga povećava osjetljivost ukupnog financijskog sustava na deprecijaciju kune. Nestabilnost domaće valute može uzrokovati pad njene vrijednosti i porast opće razine cijena, što u konačnici dovodi do nepovjerenja građana u efikasnost monetarne politike te sve većoj euroizaciji zbog očuvanja vrijednosti imovine.

## **6.2. Monetarna politika Hrvatske narodne banke**

Monetarna politika je uz fiskalnu, najvažnija politika u gotovo svakoj modernoj državi. Svojim ciljevima i instrumentima utječe na cijene, investicije, količinu novca u optjecaju te općenito na razvoj gospodarstva. Hrvatska narodna banka (HNB) je nositelj monetarne politike u Hrvatskoj, a neki od ključnih ciljeva su joj održavanje pozitivne stope rasta gospodarstva, održavanje stabilne razine cijena te stabilnog odnosa kune prema euru. U daljnjem dijelu rada biti će analizirani instrumenti i mjere monetarne politike, politika određivanja kamatne stope i deviznog tečaja u Hrvatskoj.

### **6.2.1. Okvir monetarne politike**

Okvir monetarne politike bazira se na održavanju stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru, koji predstavlja „nominalno sidro“ monetarne politike putem kojeg HNB stabilizira inflacijska očekivanja i inflaciju. Ovisno o gospodarskoj situaciji, središnje banke određuju svoj okvir za provođenje monetarne politike te obično odabiru određenu varijablu

preko koje mogu direktno utjecati na ostvarivanje konačnog cilja, odnosno stabilne razine cijena. Ta varijabla može biti kamatna stopa, nominalni tečaj ili neki od monetarnih agregata. Činjenica je da je Hrvatska malo i otvoreno gospodarstvo s visokom razinom euroizacije, visokim vanjskim dugom u stranoj valuti te visokom razinom uvozne ovisnosti zbog čega je održavanje stabilnosti tečaja kune prema euru izrazito važan faktor u održavanju financijske stabilnosti te generalno makro stabilnosti zemlje.<sup>27</sup>

### 6.2.2. Upravljanje deviznim tečajem

HNB provodi tečajni režim upravljanoga fluktuirajućeg tečaja, gdje domaća valuta nije fiksno vezana za neku drugu valutu ili košaricu valuta, već odražava kretanja na deviznom tržištu. Jedino se ističe stabilan nominalni tečaj kune prema euru jer u situacijama kolebanja tečaja dolazi do deviznih intervencija HNB-a. Međutim, isti slučaj nije i s drugim valutama, gdje HNB ne može utjecati na tečaj kune prema ostalim stranim valutama, čija je vrijednost prema euru određena na svjetskim deviznim tržištima. HNB ne određuje unaprijed gornju i donju granicu fluktuiranja tečaja kune prema euru, već se samo obvezuje održavati stabilan odnos. Najveći utjecaj na kretanja tečaja ogledaju se u novčanim tokovima s inozemstvom, primjerice, plaćanje uvoza i naplata izvoza, devizni priljevi zbog inozemnog zaduživanja ili otplate inozemnog duga te priljevi po osnovi EU fondova.<sup>28</sup>

Devizne intervencije provode se putem aukcija koje se odvijaju po potrebi, gdje središnja banka kupuje ili prodaje devize poslovnim bankama po određenom tečaju. Temeljem pristiglih ponuda s aukcija, središnja banka određuje količinu deviza koju će otkupiti ili prodati ovisno želi li deprecirati ili aprecirati valutu. U situacijama kada kuna slabi, središnja banka će organizirati aukciju prodaje deviza, odnosno doći će do povlačenja kune iz optjecaja. S druge strane, kada kuna jača, središnja banka će intervenirati kupnjom deviza, kako bi povećala količinu kune u optjecaju.

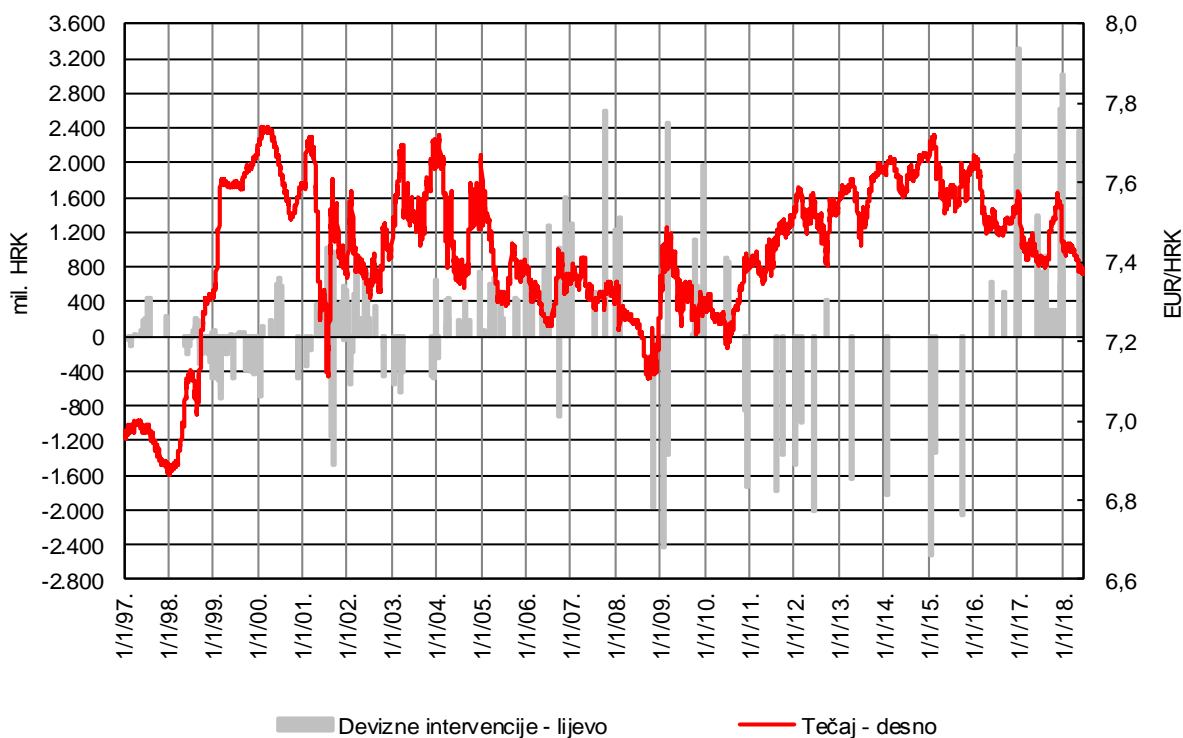
Sljedeći grafikon prikazuje devizne intervencije HNB-a i njihov utjecaj na tečaj.

---

<sup>27</sup> Hrvatska narodna banka (2018): Okvir monetarne politike, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>

<sup>28</sup> Hrvatska narodna banka (2018): Tečajni režim, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>

**Grafikon 3.** Devizne intervencije HNB-a i tečaj od 1997. do 2018. godine



Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Standardni prezentacijski format, dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/120514/ap-rp-spf-pdf-h-spf.pdf/a705fc44-3068-4020-9bb7-b4429eb945f4>

Iz Grafikona 6. se može vidjeti utjecaj deviznih intervencija na tečaj kune u odnosu na euro. Primjerice, od 1998. do 2002. godine odnos tečaja kune za jedan euro se povećavao, odnosno kuna je slabila sve do intervencije HNB-a, kada je prodajom eura smanjena količina kune u optjecaju te dolazi do jačanja kune.

### 6.2.3. Instrumenti i mjere

Instrumenti i mjere HNB-a služe za reguliranje kreditne aktivnosti i likvidnosti banaka, utvrđivanje kamatne stope te za kontrolu količine novca u optjecaju. Politika HNB-a se većinom bazira na instrumentima i mjerama koje utječu na održavanje stabilnosti kretanja nominalnog tečaja kune u odnosu na euro kao nominalno sidro s ciljem održavanja stabilnosti cijena. Upravo takva politika dovela je do visoke razine euroizacije koja se protivi upotrebi kamatnih stopa kao osnovnog instrumenta za postizanje stabilnosti cijena. Služeći se tim instrumentima HNB povećava ili smanjuje likvidnost. Povećanje se postiže kupnjom imovine ili odobravanjem kredita, a do smanjenja likvidnosti se dolazi povećanjem stope obvezne



pričuve, prodajom imovine ili izdavanjem vrijednosnih papira HNB-a. Najznačajniji instrumenti HNB-a za provođenje monetarne politike uključuju:<sup>29</sup>

- operacije na otvorenom tržištu
- obveznu pričuvu
- stalno raspoložive mogućnosti
- ostale instrumente i mjere

Najučestaliji instrumenti kojima se HNB koristi su politika obvezne pričuve, a zatim politika otvorenog tržišta. Politika diskonte stope je prilično marginalizirana zbog njene rijetke upotrebe u praksi, koja ni ne služi kao referentna stopa prema kojoj se oblikuju druge kamatne stope na tržištu. Obvezna pričuva odnosi se na obvezu kreditnih institucija da određeni postotak depozita ili drugih primljenih sredstava deponiraju na račun središnje banke. U 2018. godini stopa obvezne pričuve iznosi 12%, što znači da su sve kreditne institucije dužne izdvojiti 12% od svog prosječnog mjesečnog kreditnog potencijala. Kod provođenja politike otvorenog tržišta HNB se najviše služi blagajničkim zapisima te repo-ugovorima.<sup>30</sup>

Sljedeća tablica prikazuje neke od osnovnih instrumenta i operacija koje provodi HNB.

---

<sup>29</sup> Hrvatska narodna banka (2018): Instrumenti monetarne politike, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>

<sup>30</sup> Hrvatska narodna banka (2018): Obvezna pričuva, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva>

**Tablica 1.** Instrumenti i mjere monetarne politike Hrvatske narodne banke

Kategorije operacija monetarne politike	Vrsta instrumenta		Dospijeće	Učestalost	Postupak
	Puštanje likvidnosti	Povlačenje likvidnosti			
<b>Operacije na otvorenom tržištu</b>					
Redovite operacije	<p><i>povratne transakcije:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• kredit uz financijsko osiguranje</li> <li>• repo posao</li> </ul>	<p><i>povratne transakcije:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• repo posao</li> <li>• valutni ugovori o razmjeni</li> </ul>	jedan tjedan	tjedno	standardne aukcije
Operacije fine prilagodbe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• valutni ugovori o razmjeni</li> </ul> <p><i>konačne transakcije:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• kupnje vrijednosnih papira</li> <li>• kupnje stranih valuta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• oročeni depoziti</li> <li>• dužnički vrijednosni papiri HNB-a</li> </ul> <p><i>konačne transakcije:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• prodaje vrijednosnih papira</li> <li>• prodaje stranih valuta</li> </ul>	nestandar-dizirano	nestandar-dizirano	standardne ili brze aukcije, bilateralni postupci
Strukturne operacije					
<b>Stalno raspoložive mogućnosti</b>					
Prekonoćni kredit	povratna transakcija (kredit uz financijsko osiguranje)	–	prekonoćno	na inicijativu banke	
Prekonoćni depozit	–	povratna transakcija (oročeni depozit)			

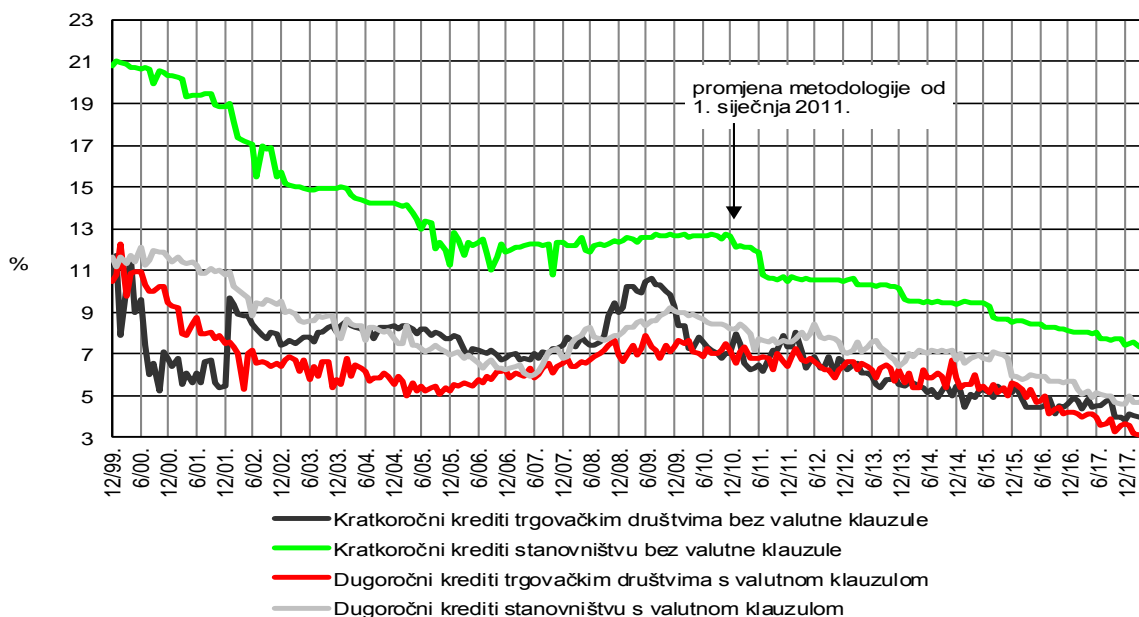
Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Instrumenti monetarne politike, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>

### 6.3. Kamatna stopa u Republici Hrvatskoj

Kamata predstavlja cijenu koja kreditna institucija naplaćuje za korištenje posuđenih sredstava, odnosno cijena koju kreditna institucija plaća za sredstva koja potrošač ulaže kao depozit ili štednju. Visina kamatne stope obračunava se temeljem vrste kredita ili depozita, roka na koji se sredstva odobravaju ili ulažu, konkurenciji, stopi inflacije, kreditnom rejtingu zemlje te drugima faktorima. Osnovna podjela kamatnih stopa je na fiksne i promjenjive te važno je razlikovati nominalnu od efektivne kamatne stope. Fiksna kamatna stopa je u pravilu sigurnija od promjenjive jer se ne mijenja tijekom ugovornog odnosa, no visina fiksnih kamatnih stopa na kredite obično su više nego kod promjenjivih. Promjenjive kamatne stope obično se kreću s tržišnim parametrima, odnosno s referentnom kamatnom stopom. Nominalna kamatna stopa je osnovna kamatna stopa za obračun kamata te se najčešće iskazuje na godišnjoj razini pa se za kraća razdoblja od jedne godine mora preračunavati. Efektivna kamatna stopa uključuje nominalnu kamatnu stopu te sve naknade koje se plaćaju pri odobravanju kredita ili ulaganju depozita, a klijentima omogućava transparentnost i potpuniju informaciju zbog lakše selekcije traženih usluga.<sup>31</sup>

Grafikon 4. prikazuje kretanja prosječnih aktivnih kamatnih stopa poslovnih banaka.

**Grafikon 4.** Kretanje prosječnih aktivnih kamatnih stopa poslovnih banaka od 1999. do 2017. godine



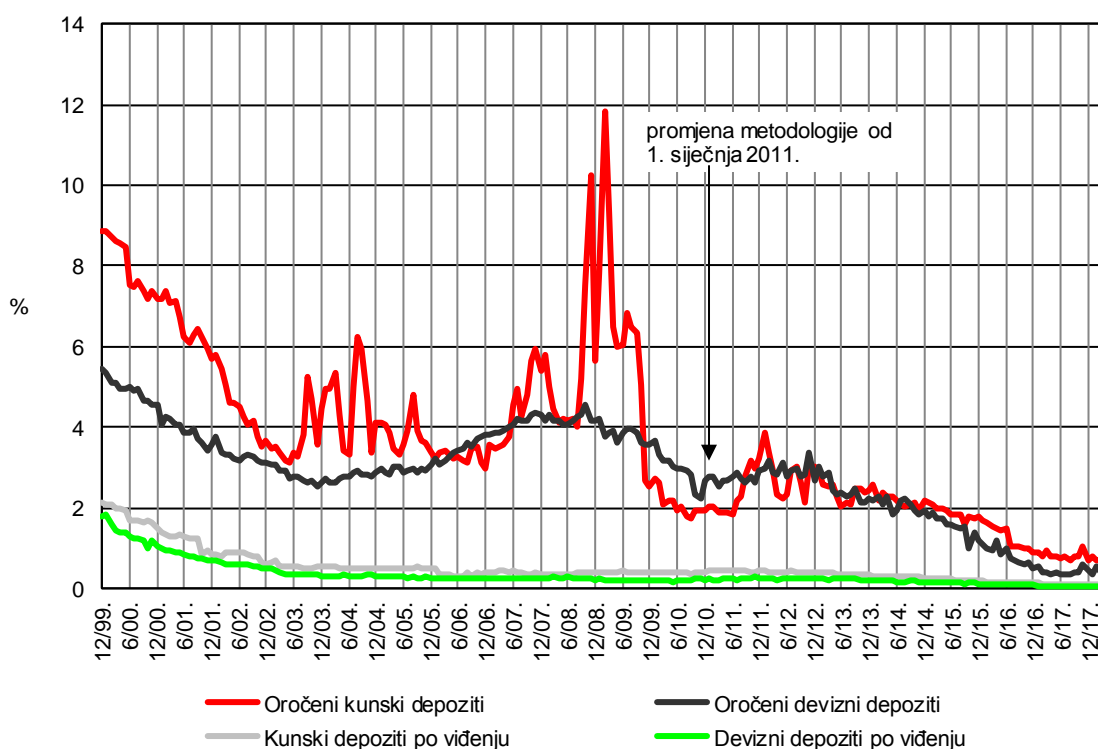
<sup>31</sup> Hrvatska narodna banka (2018): Kamate, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/kamate>

Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Standardni prezentacijski format, dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/120514/ap-rp-spf-pdf-h-spf.pdf/a705fc44-3068-4020-9bb7-b4429eb945f4>

Na Grafikonu 4. ističe se visoka kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite stanovništvu. Sve aktivne kamatne stope općenito imaju silaznu putanju, što znači da postoji mogućnost jeftinog financiranja.

Na Grafikonu 5. prikazano je kretanje prosječnih pasivnih kamatnih stopa poslovnih banaka od 1999. do 2017. godine.

**Grafikon 5.** Kretanje prosječnih pasivnih kamatnih stopa od 1999. do 2017. godine

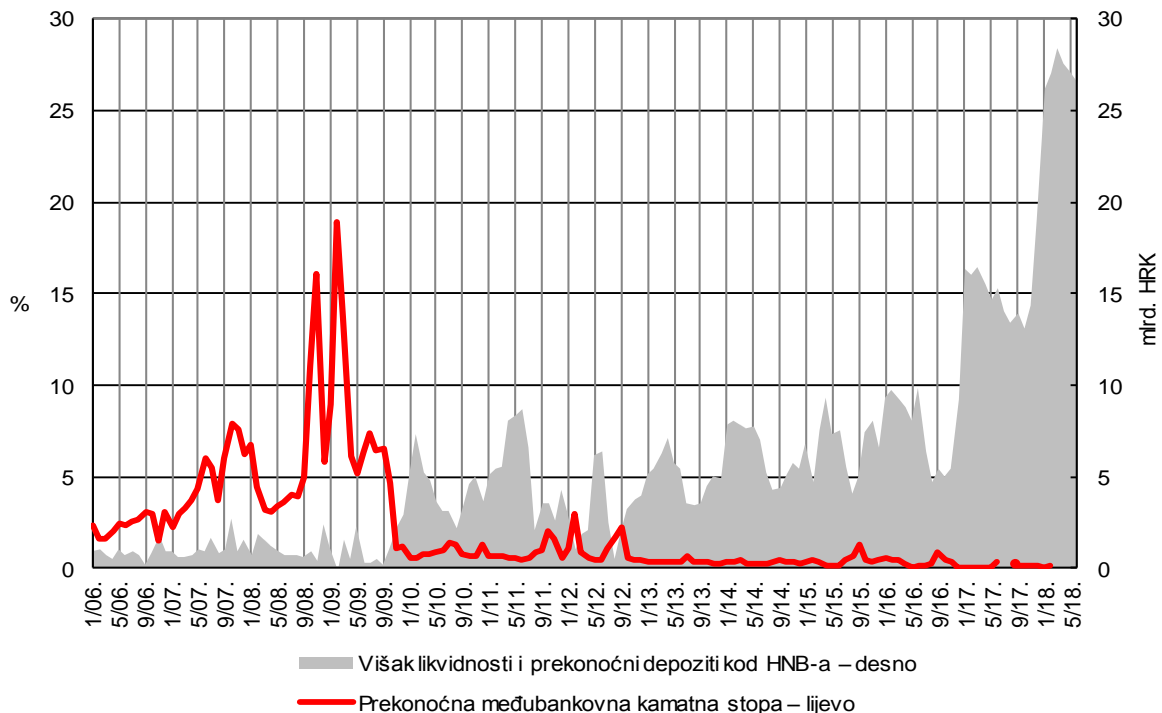


Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Standardni prezentacijski format, dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/120514/ap-rp-spf-pdf-h-spf.pdf/a705fc44-3068-4020-9bb7-b4429eb945f4>

Kretanja pasivnih kamatnih stopa su u silaznom trendu te prate kretanja aktivnih kamatnih stopa.

Također, na sljedećem grafikonu prikazat ćemo kretanje viška likvidnosti i prekonoćne kamatne stope na tržištu novca. Naime, prekonoćna kamatna stopa jest kamatna stopa tržišta novca na koju središnje banke mogu utjecati instrumentima i mjerama monetarne politike kao sudionice tržišta novca. Kamatna stopa na tržištu novca trebala bi potom imati utjecaj na kamatne stope poslovnih banaka koje su također, aktivne sudionice tržišta novca. Taj se kanal monetarne politike naziva još i „kamatnim kanalom“.

**Grafikon 6.** Višak likvidnosti i prekonoćna kamatna stopa od 2006. do 2018. godine



Izvor: Hrvatska narodna banka (2018): Standardni prezentacijski format, dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/120514/ap-rp-spf-pdf-h-spf.pdf/a705fc44-3068-4020-9bb7-b4429eb945f4>

Iz Grafikona 6. od 2010. godine pa do kraja promatranog razdoblja može se uočiti rast viška likvidnosti te prekonoćnih depozita kod HNB-a, dok je s druge strane prisutan značajan pad prekonoćne kamatne stope.

Promatranjem posljednja tri grafikona, može se jasno uočiti i zaključiti da se HNB ne koristi kamatnim kanalom prilikom ostvarivanja svog temeljnog cilja – održavanja stabilnosti cijena, budući da ne intervenira u vidu povećanja ili smanjenja referentne kamatne stope. Naime, bilo kakva intervencija u smislu promjene količine novca u optjecaju mogla bi

istodobno utjecati na odnos tečaja kune prema euru, što bi u konačnici moglo utjecati i na razinu cijena, tj. inflaciju. Ovime se dokazuje prethodno objašnjeno „nemoguće trojstvo“.

Zbog visoke razine euroiziranosti hrvatskog gospodarstva, kretanje kamatnih stopa u Hrvatskoj zapravo uvelike ovisi o politici Europske centralne banke (ECB), kao odgovorne institucije koja svojom kamatnom politikom utječe na kretanja referentnih stopa. Pri odlučivanju o promjeni referentnih kamatnih stopa ECB se vodi svojim primarnim ciljem, a to je zadovoljavanje stabilnosti cijena. Svaka promjena referentnih kamatnih stopa može imati značajan utjecaj na gospodarstvo, što zahtjeva pravovremeno djelovanje monetarnog autoriteta kako bi se izbjegle moguće financijske nestabilnosti.<sup>32</sup>

#### **6.4. Republika Hrvatska i Euro**

Uz ekonomske interese, želja za dubljom europskom integracijom u većoj je mjeri razlog postojanja zajedničke valute u Europskoj uniji. Ulaskom Republike Hrvatske u Europsku uniju pred nositelje gospodarske i političke vlasti stavljene su zadaće zadovoljenja konvergencijskih kriterija, nakon čega je država spremna za ulazak u eurozonu. Hrvatska trenutačno zadovoljava sve konvergencijske kriterije osim tečajnog kriterija koji zahtjeva sudjelovanje u Europskom tečajnom mehanizmu najmanje dvije godine (ERM II), pri čemu devizni tečaj nacionalne valute ne smije znatnije fluktuirati u odnosu na euro. Također, pri uvođenju eura država mora dokazati da je postigla visok stupanj nominalne i pravne konvergencije. Ulaskom u tečajni mehanizam nositelji gospodarske politike trebali bi voditi računa o provođenju ekonomske politike zbog smanjivanja ranjivosti gospodarstva i ispunjavanja kriterija konvergencije. Vođenje fiskalne politike mora biti orijentirano na uravnoteženje proračuna te na smanjenje javnog duga, a time i na stvaranje fiskalnog prostora za protucikličko djelovanje. U trenutku uvođenja eura Hrvatska postaje članica bankovne unije, a izravan nadzor nad hrvatskim bankama preuzima ECB. Sustav obveznih rezervi predstavlja najveću razliku između Eurosustava i HNB-a. Stopa obvezne rezerve u Hrvatskoj trenutno iznosi 12%, naspram niskih 1% u europodručju. Najznačajnije logističke prilagodbe treba primijeniti kod gotovinskog poslovanja, gdje je potrebno isplanirati potrebite količine novčanica i kovanog novca za zamjenu i do dvije godine unaprijed. Također, sve platne transakcije preko platnih sustava izvršavat će se isključivo u eurima, a sva novčana sredstva deponirana na računima banaka za namiru velikih plaćanja u kunama konvertirat će se u eure.

---

<sup>32</sup> Inter capital asset management. Dostupno na: <https://www.icam.hr/hr/articles/post/2017-12-11-ocekivanja-o-kamatnim-stopama-u-hrvatskoj-i-eurozoni>, Maričić, N. (2017): „Očekivanja o kamatnim stopama u Hrvatskoj i Eurozoni“

Pristupanjem Eurosustavu HNB je dužan upisati ukupan iznos vlastitog kapitala u ECB. Kako bi se spriječile moguće zlouporabe pri zaokruživanju cijena, a posljedično tome i neosnovani rast potrošačkih cijena, vlada bi trebala osigurati primjerene mehanizme praćenja procesa konverzije. Dvojno iskazivanje cijena u kunama i eurima predstavlja jedan od mehanizama kojim će se zaštititi građane od potencijalne nepoštene poslovne prakse u preračunavanju cijena.<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Hrvatska narodna banka (2018): Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj, dostupno na: <http://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104255/h-strategija-za-uvodenje-eura-kao-sluzbene-valute-u-HR.pdf/69a1c208-c601-4df3-95f6-d336f665b5f9>

## 7. ZAKLJUČAK

Euroizacija, odnosno dolarizacija jest jedna od mogućih agresivnih monetarnih strategija kojom domicilna valuta gubi na značaju, dok druga, strana valuta preuzima njenu dotadašnju ulogu. Zemlje se najčešće odlučuju za ovu opciju u situacijama makroekonomskih nestabilnosti te kada nisu samostalno sposobne kontrolirati veće stope inflacije. Razlikujemo tri vrste euroizacije; neslužbenu, poluslužbenu te službenu. Hrvatska se trenutno nalazi u fazi neslužbene euroizacije, što se može zaključiti samim time jer je posljednjih nekoliko godina zastupljenost deviznih depozita u poslovnim bankama preko 70%. Tri su osnovne funkcije novca, a euro za sada, u Hrvatskoj obavlja funkciju očuvanja vrijednosti te funkciju mjere vrijednosti, ali samo kod određenih kategorija proizvoda poput cijena automobila i nekretnina. Kada bi euro postao zakonsko sredstvo plaćanja, Hrvatska bi prešla u sustav poluslužbene euroizacije, a nakon što postane zakonski isključivo sredstvo plaćanja u svim transakcijama, govori se o službenoj euroizaciji.

Ulaskom Hrvatske u Europsku uniju prvog srpnja 2013. godine, pred voditelje političke vlasti stavljene su zadaće zadovoljenja Maastrichtskih kriterija u vidu ulaska Hrvatske u eurozonu, odnosno prihvaćanja eura kao primarne valute. Prema posljednjem izvješću Europske komisije iz svibnja ove godine, Hrvatska za sada zadovoljava sve konvergenzijske kriterije, osim tečajnog kriterija koji zahtjeva sudjelovanje u Europskom tečajnom mehanizmu najmanje dvije godine. Javni dug Hrvatske veći je od 60%, no kako ima silaznu putanju ovaj kriterij udjela javnog duga manjeg od 60% smatra se zadovoljenim. Uz zadovoljenje kvantitativnih konvergenzijskih kriterija, preostaje još usklađenje s pravnim kriterijima, nakon čega se očekuje prelazak na Europski tečajni režim, kada će Hrvatska biti korak do službene euroizacije. Postavlja se pitanje je li euroizacija povoljna monetarna reforma za Hrvatsku i hoće li ta opcija donijeti više pozitivnih nego negativnih učinaka za gospodarstvo. Hrvatska, kao mala zemlja s već visokim stupnjem neslužbene euroizacije te dostatnom razinom deviznih rezervi, zadovoljava teorijske preduvjete prelaska na stranu valutu. Najznačajnije prednosti službene euroizacije za Hrvatsku ogledaju se u eliminaciji valutnog rizika, preventivnom djelovanju po pitanju inflatornih pritisaka te transparentnosti cijena domaćih proizvoda i usluga. Budući da 40% roba i usluga te 70% prihoda od turizma dolazi s euro područja, nestanak transakcijskih troškova, odnosno troškova konverzije valuta automatski znači i blago povećanje konkurentnosti zemlje. Euroizacija u Hrvatskoj neće dovesti do nekih značajnih promjena u ekonomiji, budući da se radi o reformi koja ponajviše služi kao stabilizacijska monetarna mjera. Razina inflacije u posljednjem desetljeću nije



prelazila 5%, što se smatra prihvatljivom razinom te uvođenje eura neće imati doprinosa za inače svoju ključnu svrhu. Hrvatska kuna otprilike je sedam puta slabija valuta od eura, što znači da će denominacija cijena u eurima kratkoročno dovesti do blagog povećanja cijena zbog posljedice zaokruživanja cijena. Guverner Hrvatske narodne banke Boris Vujčić naglašava da će eliminacija valutnog rizika dovesti do smanjenja kamatnih stopa, što će Hrvatsku učiniti poželjnijim investicijskim odredištem. Također, smatra da će regulatorni troškovi za bankovni sektor biti niži zbog smanjenja obvezne rezerve s 12% na 1%. Međutim, u stvarnosti banke će sada imati veće troškove regulacije i prikupljanja kolaterala kod odobravanja kredita. Do sada, banke su izdavale većinu kredita s valutom klauzulom najčešće u eurima po nešto nižim kamatnim stopama nego li za čiste kunske kredite, čime se odmah u startu ograničavaju od sustavnog rizika države, dok središnja banka održava odnos kune i eura u relativno stabilnom omjeru. Stoga će se banke u situaciji službene euroizacije morati nositi i sa sustavnim rizikom zemlje, što opet može dovesti do povećanja kamatne stope. Hrvatska je trebala započeti s procesom deeuroizacije još početkom 2000. godine kada su ekonomski procesi bili u uzlaznoj putanji, a povjerenje u domaću valutu veće. Tako bi se očuvala vrijednost domaće valute, a povećao se značaj monetarne politike, koja je uz fiskalnu najvažniji činitelj makroekonomske politike. Neovisno o tome što je Hrvatska mala zemlja s već postojećim preduvjetima za službenu euroizaciju, gubitak središnje banke i njene neovisnosti od prevelikog su značaja za bilo koje gospodarstvo, a posebice za zemlju poput Hrvatske s visokim potencijalom gospodarskog rasta i razvoja.

## LITERATURA

1. Božina, M. (2007): „**Pravni i ekonomski ograničeni pogledi na monetarnu suverenost**“, Ekonomski pregled, Zagreb
2. Božina, M. (2008): „**Pravni aspekti monetarne suverenosti**“, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Zagreb
3. Fabris, N. et al. (2004): „**Economic policy in dollarized economies with a special review of Montenegro**“, Central bank of Montenegro, Podgorica
4. Galac, T (2011): „**Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj**“, 2011., Zagreb
5. Kordić, G. (2002): „**Monetarna politika i bankarstvo u uvjetima dolarizacije i valutnog odbora**“, Zagreb
6. Koški, D. (2008): „**Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku**“, Ekonomski vjesnik
7. Lovrinović, I., Ivanov. M. (2009): „**Monetarna politika**“, RRiF plus, Zagreb
8. Lovrinović, I. (2002): „**Zašto tranzicijske zemlje napuštaju nacionalne valute i gube monetarni suverenitet?**“, Profit (2002)11/12,
9. Perišin I., Šokman A., Lovrinović I. (2001): „**Monetarna politika**“, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula
10. Vujčić, B. (2003): „**EURO**“, Masmedia, Zagreb
10. Calhoun: The NPS Institutional Archive DSpace Repository. Dostupno na: [https://calhoun.nps.edu/bitstream/handle/10945/48569/16Mar Moran Ben.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://calhoun.nps.edu/bitstream/handle/10945/48569/16Mar_Moran_Ben.pdf?sequence=1&isAllowed=y), Moran, Benjamin P. (2016): „**Dollarization in El Salvador and Ecuador: a model worth following?**“, Naval Postgraduate School Calhoun, Monterey, California
11. European Union: Dostupno na: [https://europa.eu/european-union/index\\_en](https://europa.eu/european-union/index_en)
12. Hrvatska narodna banka. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/>

13. Inter capital asset management. Dostupno na: <https://www.icam.hr/hr/articles/post/2017-12-11-ocekivanja-o-kamatnim-stopama-u-hrvatskoj-i-eurozoni>, Maričić, N. (2017): „Očekivanja o kamatnim stopama u Hrvatskoj i Eurozoni“

## POPIS SLIKA, TABLICA I GRAFIKONA

SLIKA	STRANICA
1. Uzroci euroizacije	4
2. Trilema deviznog tečaja	14
3. Mjere za poticanje deeuroizacije	19

### GRAFIKON

1. Depozitna euroizacija u Hrvatskoj 1997.- 2018.	22
2. Valutna struktura plasmana drugih monetarnih financijskih institucija 2002.- 2018.	23
3. Devizne intervencije HNB-a i tečaj 1997.- 2018.	26
4. Kretanje prosječnih aktivnih kamatnih stopa 1999.- 2017.	29
5. Kretanje prosječnih pasivnih kamatnih stopa 1999.- 2017.	30
6. Višak likvidnosti i prekonorna kamatna stopa od 2006.- 2018.	31

### TABLICA

1. Instrumenti i mjere monetarne politike Hrvatske narodne banke	28
--	----

## SAŽETAK

### MONETARNA POLITIKA U UVJETIMA EUROIZACIJE

Euroizacija ili dolarizacija je proces koji obuhvaća veću ili potpunu zastupljenost strane valute nad domaćom. Korištenje strane valute u nekoj zemlji generalno se naziva dolarizacija, no kada se radi o europskim zemljama, primjereniji je naziv euroizacija. Dolarizacija nastaje kao posljedica financijskih nestabilnosti u zemlji te gubitka povjerenja stanovništva u vlastitu valutu. Tri su osnovne vrste dolarizacije; službena, poslužbena te neslužbena. Svaki oblik dolarizacije nosi sa sobom neke prednosti i nedostatke. Službenom dolarizacijom zemlja gubi svoj monetarni suverenitet i mogućnost provođenja vlastite monetarne politike, dok zauzvrat dobiva stabilnost koja se ogleda u razini inflacije i kamatnim stopama koje se usklađuju sa zemljom čija je valuta preuzeta. Na primjerima Crne Gore i Ekvadora prikazani su direktni učinci službene dolarizacije na ekonomske performanse tih zemalja, koji su u kratkom roku ostavili pozitivan dojam. Kada troškovi neslužbene dolarizacije premašuju koristi, nositelji ekonomske politike trebali bi razmišljati o mjerama dedolarizacije ili deeuroizacije. U Republici Hrvatskoj je evidentan visok stupanj neslužbene euroizacije praćen niskim kamatama na štedne i oročene depozite. Strategija dolarizacije pogodna je za manje zemlje, gdje je prisutna hiperinflacija ili nekontrolirana stopa inflacije, no nerazumno je očekivati kako će dolarizacija dovesti do ubrzanog gospodarskog rasta.

Ključne riječi: euroizacija, dolarizacija, monetarna politika, monetarni suverenitet, deeuroizacija

## **SUMMARY**

### **MONETARY POLICY IN TERMS OF EUROISATION**

Euroization or dollarization is a process which involves greater or full representation of foreign currency over domestic. The use of foreign currencies in some countries is usually called dollarization, but when it comes to European countries, the more appropriate name is euroization. Dollarization arises as a result of financial instability in the country and the loss of the credibility of population in their own currency. There are three basic types of dollarization: official, semi-official and unofficial. Every type of dollarization comes with some advantages and disadvantages. The official dollarization means to the country the loss of its monetary sovereignty and the ability to conduct its own monetary policy, while in return, the country gets stability that is reflecting in inflation and interest rates that are aligned with the country whose currency has been taken over. The examples of Montenegro and Ecuador show the direct effects of official dollarization on the economic performances of these countries, which in the end gave a positive impression in the short term. In a situation when the costs of unofficial dollarization exceed the benefits, economic policy holders should think about measures of de-dollarization or de-euroization. In the Republic of Croatia there is a high level of unofficial euroization followed by low interest rates on saving and time deposits. The dollarization strategy is suitable for smaller countries where hyperinflation or uncontrolled inflation is present, but it is unrealistic to expect that dollarization will lead to accelerated economic growth.

Key words: euroization, dollarization, monetary policy, monetary sovereignty, de-euroization