



HRVATSKA NARODNA BANKA

Pregledi P-37

Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj

Mirna Dumičić, Igor Ljubaj i Ana Martinis

Zagreb, listopad 2017.



HNB

PREGLEDI P-37

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO

Vedran Šošić
Gordi Sušić
Davor Kunovac
Tomislav Ridzak
Evan Kraft
Maroje Lang

UREDNICI

Romana Sinković

LEKTORICA

Sanda Uzun-Ikić

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

GRAFIČKI UREDNIK

Gordana Bauk

Za stajališta iznesena u ovom radu odgovorni su autori i ta stajališta nisu nužno istovjetna službenim stajalištima Hrvatske narodne banke.

Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obvezno navedu izvor.

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 1334-0085 (online)



HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

PREGLEDI P-37

Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj

Mirna Dumičić, Igor Ljubaj i Ana Martinis

Zagreb, listopad 2017.

Sažetak

U ovom se radu analizira kretanje financijske euroizacije u Hrvatskoj te se razmatra primjena monetarnih i makroprudencijalnih mjera u kontekstu visoke euroizacije. Iskustvo Hrvatske upućuje na to da je visoku euroizaciju teško smanjiti unatoč dugogodišnjoj makroekonomskoj i tečajnoj stabilnosti te vjerodostojnoj monetarnoj politici koja je uključivala regulatorne mjere za destimuliranje bankovnog poslovanja s devizama. Izlazna strategija za uklanjanje valutnog rizika nametnutog visokom euroizacijom, koji otežava provođenje monetarne politike i održavanje financijske stabilnosti, može se zasnivati ili na uvođenju eura ili na poticanju upotrebe domaće valute. Obje opcije naposljetku zahtijevaju ispunjavanje istih preduvjeta, a to su poboljšanje gospodarskih fundamenata, vjerodostojna ekonomska politika i smanjenje makroekonomskih neravnoteža.

Ključne riječi:

euroizacija, HNB, monetarna politika, makroprudencijalne mjere

JEL klasifikacija:

E50, E52, E58

Sadržaj

Sažetak	v
1. Uvod	1
2. Razmjer i kretanje euroizacije u Hrvatskoj	2
3. Monetarno okruženje u kontekstu visoke euroizacije	6
4. Mjere izravno ili neizravno povezane s visokim stupnjem euroizacije	8
Mjere usmjerene na kvalitetu upravljanja valutno induciranim kreditnim rizikom	8
Ograničavanje kreditnog rasta	9
Obvezne pričuve	10
Mjera za održavanje kratkoročne devizne likvidnosti	10
Mjere za zaštitu potrošača	11
5. Zaključna razmatranja i implikacije za ekonomsku politiku – uvođenje eura kao rješenje?	12
6. Dodatak I. Opis pokazatelja monetarne politike	14
7. Literatura	15

1. Uvod

Monetarna politika u mnogim posttranzicijskim gospodarstvima suočava se s izazovima visoke dolarizacije ili euroizacije.¹ Euroizacija je perzistentna pojava koju je gotovo nemoguće preokrenuti nakon što se ukorijeni u financijski sustav, što su potvrdile brojne empirijske studije (primjerice Rappaport, 2009., Winkelried i Castillo, 2010., Scheiber i Stern, 2016.). Ona je najčešće posljedica loše makroekonomske politike u prošlosti, koja je dovela do epizoda visoke inflacije i devalvacija domaće valute. Suočeni s gubitkom vrijednosti financijske imovine, stanovništvo i poduzeća gube povjerenje u domaću valutu i počinju se koristiti stranom valutom kao sredstvom plaćanja i štednje. Dominacija strane valute u obvezama banaka može utjecati na kreditnu politiku banaka, koje se nastoje zaštititi od tečajnog rizika odobravanjem kredita vezanih uz stranu valutu i tako prenijeti tečajni rizik na korisnike kredita. To, međutim, dovodi do povećanoga kreditnog rizika zbog valutne neusklađenosti korisnika kredita. Stoga, rizik za financijsku stabilnost koji proizlazi iz euroizacije te snažna veza između tečaja i inflacije (inflacijskih očekivanja) ograničavaju prostor za vođenje monetarne politike.

Hrvatska je zemlja s jednom od najviših razina depozitne i kreditne euroizacije u Srednjoj i Istočnoj Europi, iako se dulje od dva desetljeća tečajna politika u nas zasniva na relativnoj stabilnosti tečaja. Usto, makroprudencijalnim mjerama Hrvatska narodna banka (HNB) aktivno je radila na penaliziranju poslovanja s devizama i jačanju kapitaliziranosti banaka i devizne likvidnosti monetarnog sustava. Ipak, depozitna i kreditna euroizacija zadržale su se na visokoj razini, što upućuje na zaključak da negativna iskustva s devalvacijama, deprecijacijama, visokom inflacijom te hiperinflacijom iz prošlosti još imaju dominantan utjecaj na ponašanje građana, pa je euro i nadalje dominantan izbor valute štednje, a još uvijek se učestalo uzima i kao mjerilo vrijednosti (primjerice kada je riječ o cijenama nekretnina).

U visokoeuroiziranom okružju nositelji ekonomskih politika mogu birati između donošenja tzv. “deeuroizacijskih” mjera ili vođenja politike koja minimizira materijalizaciju tečajnog rizika, što uključuje i uvođenje eura kao službene valute. Kada je riječ o deeuroizacijskoj politici, iskustva potvrđuju da je sklonost ljudi prema štednji u stranoj valuti teško promijeniti te da povećanje sklonosti ka štednji u domaćoj valuti može biti težak i spor proces s neizvjesnim ishodom, koji se lako može preokrenuti, čak i u uvjetima dugogodišnje monetarne i financijske stabilnosti, zdravih gospodarskih fundamenata te vjerodostojne ekonomske politike. U literaturi se kao rijetki uspješni primjeri smanjenja euroizacije (dolarizacije) navode Izrael, Poljska, Peru i Čile

¹ Pojam dolarizacije odnosno euroizacije obuhvaća korištenje strane valute za različite funkcije novca, npr. kao mjerilo vrijednosti (cijena) ili kao sredstvo štednje (devizni depoziti). U literaturi se pojavljuje i pojam valutne supstitucije, no on se ponajprije odnosi na korištenje strane gotovine kao sredstva plaćanja (Calvo i Végh, 1992.). Pojam dolarizacije uveden je u ekonomsku literaturu u studijama korištenja američkog dolara u Latinskoj Americi. S pojavom eura uveden je pojam euroizacija, koji označuje slučajeve u kojima se kao zamjenska valuta rabi euro. S obzirom na to da je u Hrvatskoj euro zamjenska valuta, u ovom se radu služi pojmom euroizacija. Službena euroizacija označuje korištenje strane valute kao službenog sredstva plaćanja (primjer Crne Gore), dok neslužbena euroizacija označuje korištenje strane valute za određene funkcije novca zajedno s domaćom nacionalnom valutom (primjer Hrvatske).

(npr. Reinhart, Rogoff i Sevastano, 2003., Herrera i Valdes, 2004., García-Escribano, 2010. i Windischbauer, 2016.). Ipak, valja naglasiti da svaki od tih slučajeva karakteriziraju određene specifičnosti koje ne vrijede ili se ne bi mogle primijeniti u drugim zemljama, da je razdoblje euroizacije (dolarizacije) bilo kratkotrajnije nego u Hrvatskoj, kao i da je maksimalna razina euroizacije u tim zemljama bila bitno niža od one u Hrvatskoj. Usto, te su se zemlje često deeuroizirale u razdoblju kad sloboda tokova kapitala još nije bila međunarodna norma ili obveza (što vrijedi za Hrvatsku kao zemlju članicu EU-a), pa su se koristile i kapitalnim kontrolama. S druge strane, kako politike minimiziranja tečajnog rizika ograničavaju prostor za samostalnu monetarnu politiku, jedno od rješenja može biti uvođenje strane valute. Tako se i članstvo u europodručju može smatrati specifičnim načinom službene euroizacije jer tada zemlja zamjenjuje vlastitu valutu zajedničkom, ali i s ostalim zemljama članicama valutnog područja vodi zajedničku monetarnu politiku.

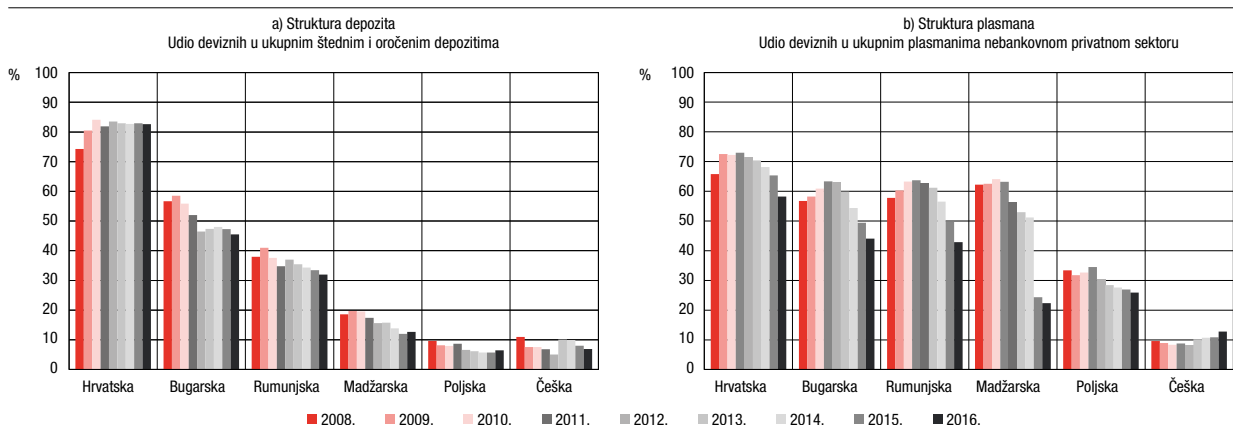
Glavni su ciljevi ovoga rada istražiti pozadinu visoke razine euroizacije u Hrvatskoj analizom njezina kretanja te iskustva HNB-a s monetarnim i makroprudencijalnim mjerama koje su se primjenjivale ili se primjenjuju u kontekstu visoke euroizacije. Sadržaj ovog rada trebao bi pridonijeti boljem razumijevanju problema perzistentnosti euroizacije u Hrvatskoj te pružiti nositeljima politike polazište za oblikovanje izlazne strategije za rješavanje problema valutnog rizika u hrvatskom gospodarstvu, posebice u kontekstu odabira strategije za priključenje europodručju, na što se Hrvatska obvezala kao članica EU-a.

Rad je podijeljen u pet dijelova. Nakon uvodnih razmatranja, analizira se kretanje depozitne i kreditne euroizacije u Hrvatskoj, nakon čega slijedi opis monetarnog okruženja u kontekstu euroizacije. U četvrtom se dijelu detaljnije opisuju mjere za penaliziranje poslovanja s devizama i jačanje otpornosti financijskog sustava u uvjetima visoke euroizacije. U posljednjem poglavlju daje se sažetak glavnih zaključaka i kratak komentar o uvođenju eura kao potencijalnoj strategiji za uklanjanje rizika koji proizlaze iz euroizacije.

2. Razmjer i kretanje euroizacije u Hrvatskoj

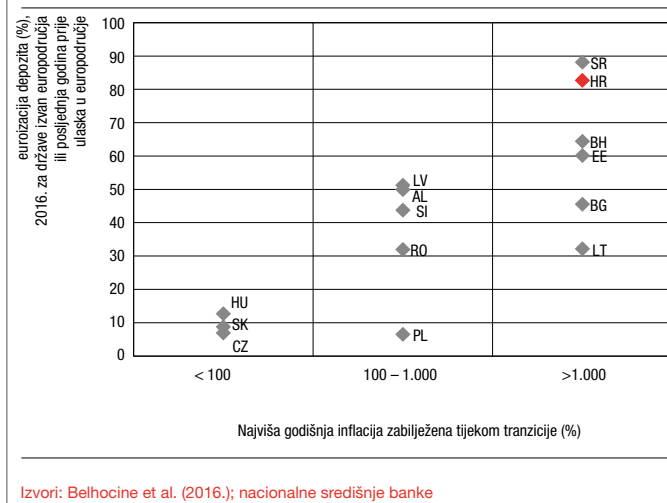
Euroizacija je prisutna u više država Srednje i Istočne Europe (SIE) (Slika 1.), pri čemu se države zamjetno razlikuju s obzirom na razinu depozitne euroizacije i uzrok kreditne euroizacije. U jednoj skupini država (koja uključuje Hrvatsku, Bugarsku i donekle Rumunjsku) visoka razina depozitne euroizacije uzrokovala je kreditnu euroizaciju kao rezultat zaštite banaka od tečajnog rizika (engl. *hedging*). U drugoj skupini (Mađarska i Poljska) kreditna euroizacija posljedica je poslovne politike banaka koje su domaće kredite financirale iz jeftinih inozemnih izvora (tzv. *carry trade*). Druga skupina stoga ima znatno nižu razinu depozitne euroizacije.

Slika 1. Depozitna i kreditna euroizacija u zemljama Srednje i Istočne Europe



Napomena: Podaci za Češku i Mađarsku na desnom grafikonu odnose se na strukturu kredita, a za sve ostale zemlje prikazana je struktura plasmana.
Izvor: nacionalne središnje banke

Slika 2. Najviše godišnje inflacije i razina euroizacije u tranzicijskim zemljama



Razina i depozitne i kreditne euroizacije u Hrvatskoj najviše su među zemljama članicama EU-a iz područja Srednje i Istočne Europe² (Slika 1.), ali i među najvišima u globalnim razmjerima.

Iskustva s visokom inflacijom pokazala su se kao ključan razlog gubitka povjerenja u domaću valutu i perzistentnosti euroizacije u mnogim zemljama. Tako upravo one zemlje Srednje, Istočne i Jugoistočne Europe koje su tijekom tranzicije imale najviše zabilježene maksimalne godišnje stope inflacije, u posttranzicijskom razdoblju zadržavaju prosječno više razine euroizacije depozita u bankovnom sustavu (Slika 2.).

Ishodište problema euroizacije u Hrvatskoj potječe još iz šezdesetih godina 20. stoljeća, a proces euroizacije uzeo je maha od sedamdesetih godina (Faulend, 2014.). Epizode snažnog pada vrijednosti domaće valute praćene hiperinflacijom znatno su utjecale na ponašanje domaćih štediša, koji su nastojali očuvati vrijednost svoje financijske imovine njezinim konvertiranjem u stranu valutu, obično u njemačku marku. Jačanju zastupljenosti strane valute dodatno je pridonijela i ekonomska politika koja je građanima dopuštala držati financijsku imovinu u devizama, posebno u svjetlu dopuštenoga privremenog rada u inozemstvu i priljeva radničkih doznaka (Faulend, 2014.). Uz taj priljev, sve znatniji postali su i devizni priljevi od turizma. Takva kretanja obilježila su i osamdesete godine, a slični trendovi nastavili su se i nakon uspostave samostalnosti Hrvatske, sve do provedbe stabilizacijskog programa 1993., kojim je postignuta monetarna stabilnost. Unatoč postizanju niske inflacije i stabilnosti tečaja, drugi činitelji koji promiču euroizaciju, kao što su obilni priljevi doznaka iz inozemstva i primici od turizma, dodatno su ojačali, a došlo je i do snažnog produbljivanja financijskog sustava koje je obilježio dolazak stranih, uglavnom europskih banaka³. Tako se od uvođenja kune 1994. godine udio deviznih depozita u ukupnim oročenim i štednim depozitima uglavnom kretao između 80% i 90%.

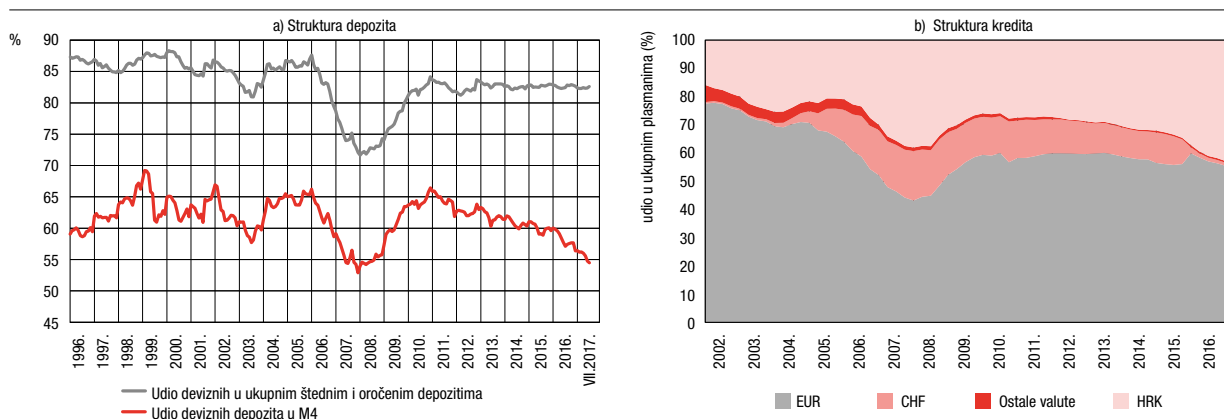
Depozitna euroizacija najvišu je razinu dosegla na vrhuncu bankovne krize početkom 2000., a na sličnim razinama zadržala se sljedećih gotovo šest godina. Održavanju visoke razine euroizacije pridonio je i povratak dijela devizne štednje u domaće banke koja se prethodno držala u gotovini ("u madraticima") ili na računima u inozemstvu. Priljev deviznih depozita u bankovni sustav posebno se intenzivirao krajem 2001. i početkom 2002. zbog konverzije nacionalnih valuta u euro, koji je ušao u optjecaj početkom 2002. (Šošić, 2012.).

Razdoblje od 2006. do 2008. bilo je jedino razdoblje u prethodnih četvrt stoljeća kada je Hrvatska zabilježila izrazitiji pad i depozitne i kreditne euroizacije. Udio deviznih depozita (uključujući kunske depozite indeksirane uz stranu valutu) u ukupnim oročenim i štednim depozitima pao je s gotovo 88% na 72% u siječnju 2008., što je bila najniža zabilježena razina od hrvatske samostalnosti. Uslijedilo je i smanjenje euroizacije bankovnih plasmana tijekom 2007. i 2008. To se ponajprije pripisuje jačanju kune u odnosu na euro povezanom s

² U usporedbi sa zemljama Jugoistočne Europe, slična razina euroizacije prisutna je i u Srbiji, dok je malo niža u Bosni i Hercegovini te Makedoniji.

³ Za detaljniji povijesni pregled problema euroizacije u Hrvatskoj vidi Faulend (2014.). Također, za detaljniju analizu euroizacije u Hrvatskoj tijekom 1990-ih i u prvoj polovini prošlog desetljeća vidi Kraft (2003.) te Kraft i Šošić (2006.).

Slika 3. Kretanje financijske euroizacije u Hrvatskoj



Napomena: Depoziti (kredit) u stranoj valuti uključuju depozite (kredite) indeksirane uz tu valutu (za devizne depozite to vrijedi od rujna 1999.). Mjesečni podaci o indeksiranim depozitima prije prvog tromjesečja 2004. ekstrapolirani su iz dostupnih tromjesečnih podataka.
Izvor: HNB

obilnim priljevima kapitala i povoljnim makroekonomskim kretanjima, što je smanjilo bojazan od deprecijacije (Slika 8.). Tome su pridonijele i mjere monetarne i makroprudencijalne politike HNB-a, detaljnije opisane u trećem te posebno u četvrtom poglavlju.

Izbijanje globalne financijske krize u rujnu 2008. zaustavilo je trend deeuroizacije jer je u uvjetima uzdrmanog povjerenja u banke ponovo ojačao duboko ukorijenjen strah od deprecijacije. To je dovelo do zamjetnog povlačenja depozita iz banaka, kao i nagle konverzije depozita iz kuna u eure. Promptna reakcija HNB-a⁴ i Vlade Republike Hrvatske⁵, zajedno sa snažnijim inozemnim zaduživanjem banaka, uskoro je zaustavila odljev depozita. Naknadno su građani vratili svoju štednju u banke, ali većina ih je odabrala devizne depozite. Zbog toga je udio deviznih depozita u oročenim i štednim depozitima ponovo porastao s oko 73% na kraju kolovoza 2008. na 84% na kraju 2010. i ostao na sličnim povišenim razinama sljedećih nekoliko godina.

Zanimljivo je da se u razdoblju neizvjesnosti glede budućnosti eura na vrhuncu eurokrize (tj. od sredine 2011. do sredine 2012.) dio štediša u Hrvatskoj privremeno čak i okrenuo od eura prema drugim svjetskim valutama, od kojih neke nikada nisu bile popularne kao sredstvo štednje. Tada su depoziti nominirani u valutama koje su štediše smatrale sigurnima (američki dolar, švicarski franak, norveška kruna, kanadski dolar i australski dolar) u razdoblju od samo nekoliko mjeseci porasli za gotovo 30%, a njihov udio u ukupnim depozitima povećao se s 8% na 10%. Ipak, to je bila samo privremena epizoda koja je završila stabilizacijom situacije na međunarodnom financijskom tržištu, a euro je i nadalje ostao dominantna valuta u strukturi depozita hrvatskoga bankovnog sustava.

Rast deviznih depozita posljednjih se godina usporio, a u 2016. i 2017. čak je došlo i do njihova smanjenja. Ovaj trend ponajprije je potaknut kontinuiranim i zamjetnim padom kamatnih stopa na depozite, pa su deponenti supstituirali oročene i štedne depozite (koji su uglavnom nominirani u stranoj valuti) likvidnijim financijskim sredstvima, odnosno depozitima po viđenju (sredstva na tekućim računima i žiroračunima, nominirana isključivo u kunama)⁶. Zahvaljujući tome, u posljednjih šest godina udio deviza u najširem monetarnom agregatu (M4) pao je za 10 postotnih bodova, sa 66,5% na kraju 2010. na 56,4% na kraju 2016. Ipak, preferencija štednje u devizama nije se promijenila te je udio deviznih depozita u ukupnim oročenim i štednim depozitima bio stabilan u rasponu od oko 81% do 84% (Slika 3.a).

Radi razumijevanja razmjera zastupljenosti eura u hrvatskom gospodarstvu, depozitnoj euroizaciji u bankovnom sustavu treba pridodati i stranu gotovinu koju drže građani ("u madracima" ili "čarapama"). Službena

4 To se posebno odnosi na ukidanje granične obvezne pričuve, opisano u četvrtom poglavlju.

5 Tijekom kratkotrajne navale na banke iznos osiguranih depozita povećan je sa 100 tisuća kuna na 400 tisuća kuna, a kasnije u procesu ulaska u EU i na 100 tisuća eura.

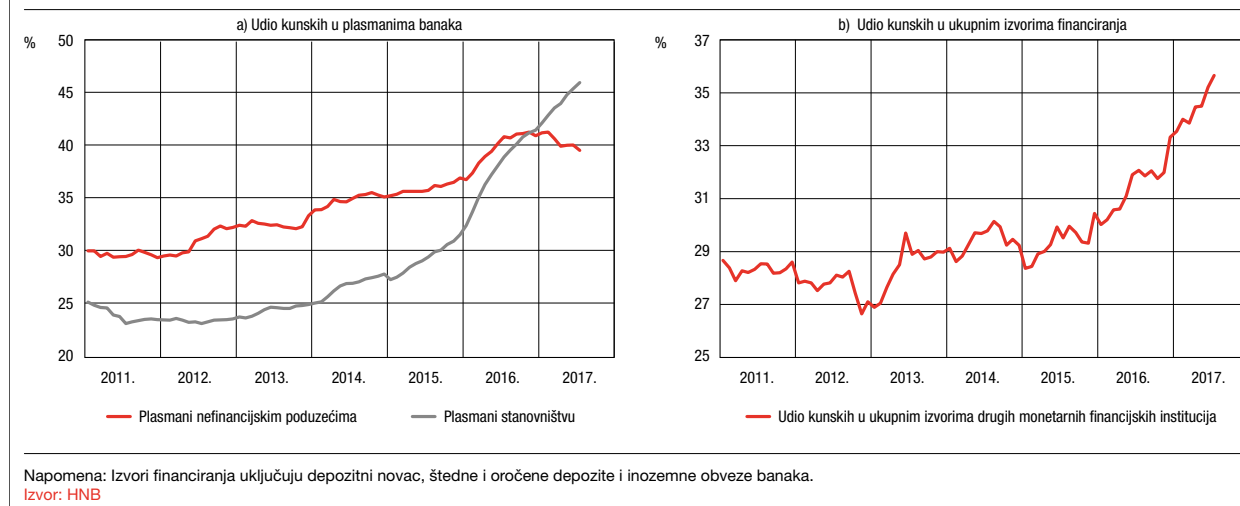
6 Dodatni činitelj koji je pridonio usporavanju rasta depozita bilo je uvođenje poreza na prihod od kamata na štednju u 2015.

statistika o iznosu stranoga gotovog novca kojom stanovništvo raspolaže ne postoji, no redovita anketa Austrijske središnje banke o ulozi eura u navikama štednje, držanja gotovine i zaduživanja stanovništva u zemljama Srednje i Istočne te Jugoistočne Europe⁷ pokazuje da je u razdoblju od 2007. do 2012. godine između 15% i 25% ispitanih građana u Hrvatskoj raspolagalo gotovinom u eurima. Pritom se više od 15% ukupne gotovine u Hrvatskoj u 2015. godini odnosilo na gotovinu u eurima. Šošić (2012.) procjenjuje da je udio stranoga gotovog novca u ukupnoj gotovini u Hrvatskoj znatno viši te da je iznos strane gotovine u Hrvatskoj krajem 2010. premašivao 2 mlrd. EUR, što je tada odgovaralo polovini ukupnoga kuskoga gotovog novca.

Visoka i perzistentna razina euroizacije na pasivnoj strani bilanci banaka odražava se u valutnoj strukturi aktive banaka (Slika 3.b). Nakon što su tijekom osamdesetih i početkom devedesetih godina prošlog stoljeća banke pretrpjele velike gubitke zbog neusklađenosti valutne strukture svoje aktive (pretežno u domaćoj valuti) i pasive (uglavnom u devizama), nakon privatizacije bankarskog sektora krajem devedesetih godina kreditna euroizacija u Hrvatskoj dobila je zamah. Od početka prošlog desetljeća kreditnoj euroizaciji dodatno je pridonio i snažan rast kreditne aktivnosti potpomognute snažnim priljevima (deviznoga) kapitala iz inozemstva. Udio kredita nominiranih u stranoj valuti i vezanih uz stranu valutu u ukupnim kreditima banaka zadržavao se iznad 75% sve do kraja 2006. godine (Slika 3.b). Sljedeće razdoblje bilo je obilježeno padom kreditne euroizacije, koji je potrajao do početka svjetske financijske krize⁸, pa je tako udio deviznih kredita u ukupnim kreditima do rujna 2008. pao na 62%. Trend pada preokrenut je na početku krize, a stupanj kreditne euroizacije ponovo je skočio na razinu višu od 70% već na početku 2009. i nastavio se kretati oko te razine tijekom sljedećih pet godina.

Trendovi kreditne euroizacije posljednjih su se godina ipak postupno počeli mijenjati u korist kreditiranja u kunama (Slika 4.a). To je poglavito potaknuto razduživanjem domaćih dužnika (jer su dospjeli krediti uglavnom bili vezani uz stranu valutu), povećanjem potražnje kućanstava za kreditima u kunama (što se može pripisati negativnom iskustvu dužnika sa snažnom aprecijacijom švicarskog franka u odnosu na kunu), ali i

Slika 4. Recentni rast kuskoga kreditiranja i kuskih izvora financiranja



7 OeNB Euro Survey

8 Kreditna ekspanzija sredinom prošlog desetljeća bila je praćena snažnim porastom udjela kredita u švicarskim francima, koju je podupirao cijeli niz domaćih i inozemnih činitelja (HNB, 2016.). Povijesno stabilan tečaj švicarskog franka prema euru, a time i kune prema švicarskom franku, kao i niže kamatne stope na kredite u švicarskim francima poticali su u dužnika uvjerenje da su ti krediti povoljniji, a ujedno jednako rizični kao i eurski krediti. Usto, niža kamatna stopa dužnicima je omogućavala podizanje većeg iznosa kredita. Porastu kredita u švicarskim francima pridonijela je i konkurencija među bankama i želja za većim tržišnim udjelima te činjenica da su unutar bankovnih grupacija kojima pripadaju banke u Hrvatskoj već postojala iskustva s kreditima u švicarskim francima. Prisutni su bili i optimizam na tržištu nekretnina te očekivanja o porastu dohotka. S nastupom globalne financijske krize 2008. mjesečne rate kredita u švicarskim francima počele su rasti, u početku zbog porasta promjenjivih kamatnih stopa, ali potom i zbog jačanja švicarskog franka u odnosu na euro (a stoga i u odnosu na kunu). Nakon provedbe zakona o konverziji kredita u švicarskim francima u kredite u eurima, koji je stupio na snagu krajem 2015. godine, udio plasmana u švicarskim francima u ukupnim plasmanima banaka pao je s gotovo 18% početkom 2008. na 2% na kraju 2016. Valja zamijetiti da je, za razliku od kredita vezanih uz euro, koji su pratili depozitnu euroizaciju, odobravanje kredita u švicarskim francima bilo potaknuto kamatnim diferencijalima, odnosno povoljnijim kamatnim stopama na inozemno zaduživanje banaka u švicarskom franku.

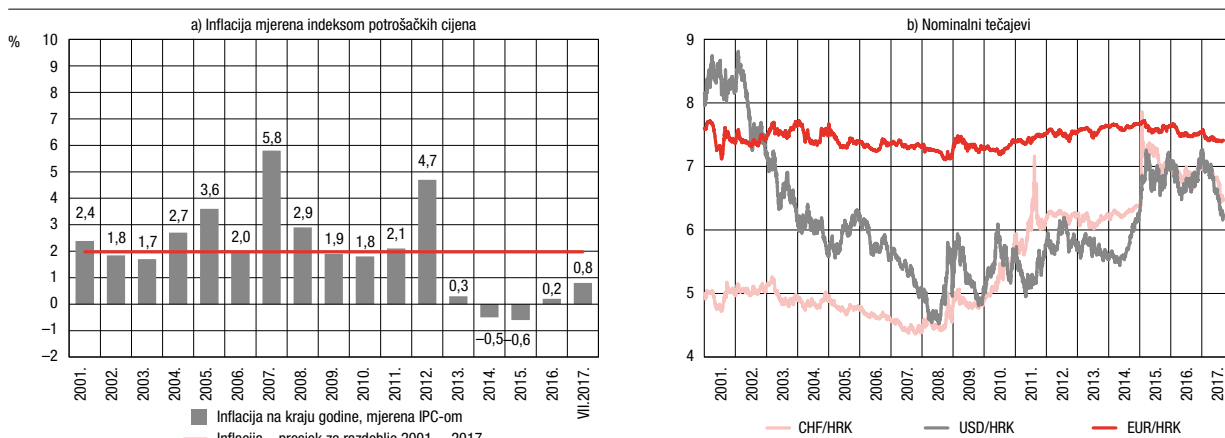
povećanjem udjela domaće valute u izvorima financiranja banaka zbog porasta depozita po videnju u uvjetima povijesno niskih kamatnih stopa banaka na oročene depozite (Slika 4.b). Stoga, kako naglašavaju Ljubaj i Petrović (2016.), ključni preduvjet nastavka rasta udjela kunskih kredita jest nastavak rasta depozita u domaćoj valuti, uključujući i snažan rast sredstava na transakcijskim računima. Ako se taj trend ne nastavi, ili se znatnije ubrza kreditni rast, prostor za odobravanje novih kredita isključivo u domaćoj valuti ipak bi mogao biti ograničen.

3. Monetarno okružje u kontekstu visoke euroizacije

U uvjetima visoke euroizacije hrvatskoga bankovnog sustava monetarna politika HNB-a usredotočena je na održavanje stabilnog tečaja radi ispunjenja glavnog cilja središnje banke – stabilnosti cijena (Slika 5.). Stabilnost tečaja kune prema euru ključna je i za očuvanje financijske stabilnosti s obzirom na visoku deviznu zaduženost svih domaćih sektora. Od ukupnog duga svih sektora, koji je krajem 2016. godine iznosio više od 500 mlrd. kuna, gotovo tri četvrtine (ili 150% BDP-a) odnosile su se na devizni dug, iz čega je jasno u kojoj mjeri stabilnost tečaja štiti dužnike od valutnog rizika. Iako ne postoji unaprijed određena ciljana razina ili raspon fluktuiranja tečaja, u posljednjih više od petnaest godina tečaj kune u odnosu na euro kretao se u uskom rasponu od $\pm 5\%$ oko prosjeka. Istodobno je prosječna godišnja inflacija u razdoblju od 2001. do 2016. iznosila 2% i nije dosegla dvoznamenkaste vrijednosti.

Uz uspješno ostvarivanje stabilnosti cijena, HNB je kontinuirano djelovao protuciklički uvažavajući veliku izloženost sustava valutnom riziku kao posljedicu euroizacije (Slika 6.).⁹ U pretkriznom razdoblju opći cilj monetarne politike bilo je ograničavanje rasta prekomjernih neravnoteža te usporavanje kreditne ekspanzije. Preciznije rečeno, monetarna i makroprudencijalna politika HNB-a bila je obilježena sustavnom provedbom mjera usmjerenih na destimuliranje inozemnog zaduživanja banaka kojim se financirala domaća kreditna aktivnost te na osiguranje devizne likvidnosti i stvaranje odgovarajućih zaštitnih slojeva od rizika odljeva kapitala. Takav pristup središnje banke pridonio je rastu rezervi devizne likvidnosti u monetarnom sustavu, a dodatni kapitalni zahtjevi (posebno oni povezani s valutno induciranim kreditnim rizikom) povećali su kapitaliziranost banaka, što je sve skupa poboljšalo otpornost bankovnog sustava. Stvorene rezerve omogućile su protucikličko,

Slika 5. Inflacija i tečaj, 2001. – 2017.

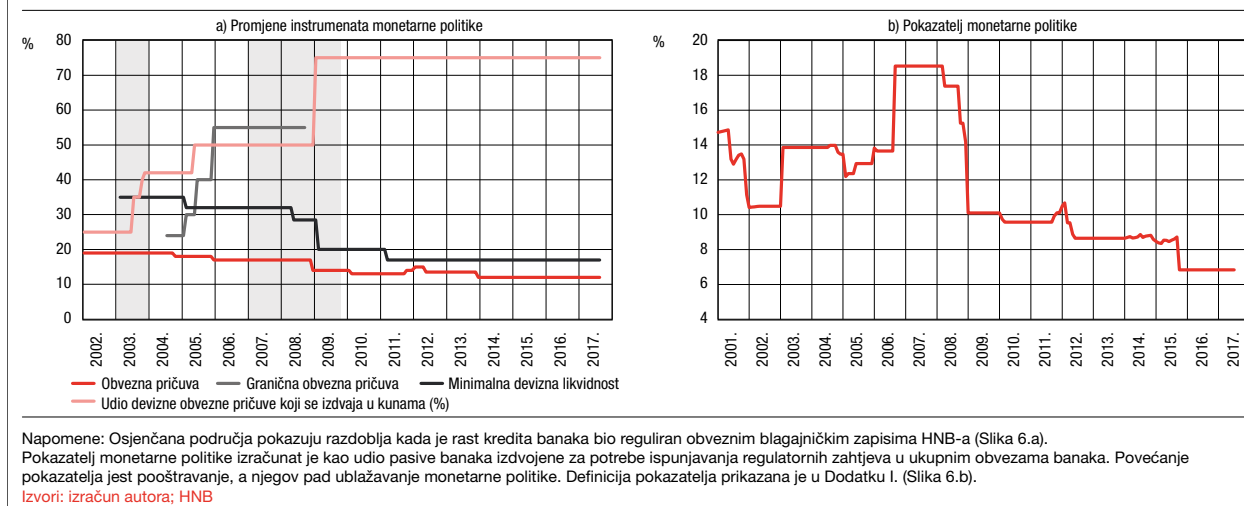


Izvori: Državni zavod za statistiku; HNB

9 Mjere HNB-a detaljno su opisane u sljedećem poglavlju.

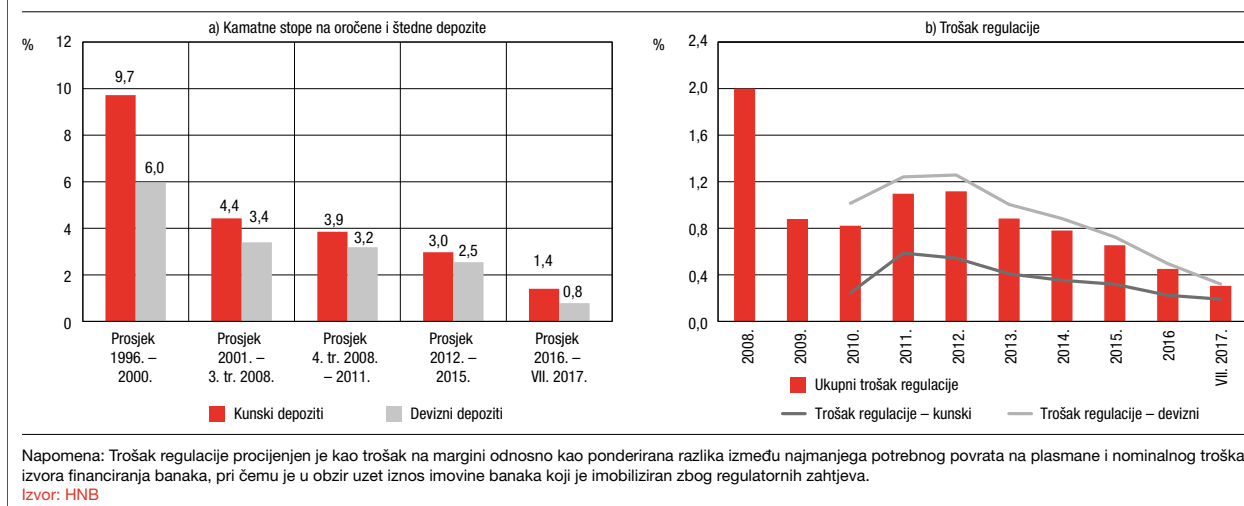
odnosno ekspanzivno djelovanje HNB-a u razdoblju krize. Tako je HNB opuštanjem mjera monetarne politike u krizi gotovo prepolovio dio pasive koji banke moraju izdvajati za potrebe ispunjavanja regulatornih zahtjeva (Slika 6.b), te oslobodio likvidnost u iznosu od oko 14% BDP-a. Znatan dio tog iznosa odnosio se na otpuštanje prethodno akumuliranih deviznih sredstava, što je bio važan faktor očuvanja stabilnosti tečaja, međunarodnih pričuva i eksterne likvidnosti zemlje (Rohatinski, 2010.). Zahvaljujući takvoj politici, bankovni sustav za vrijeme i nakon krize ostao je stabilan, siguran i visoko kapitaliziran.

Slika 6. Protuciklična monetarna politika

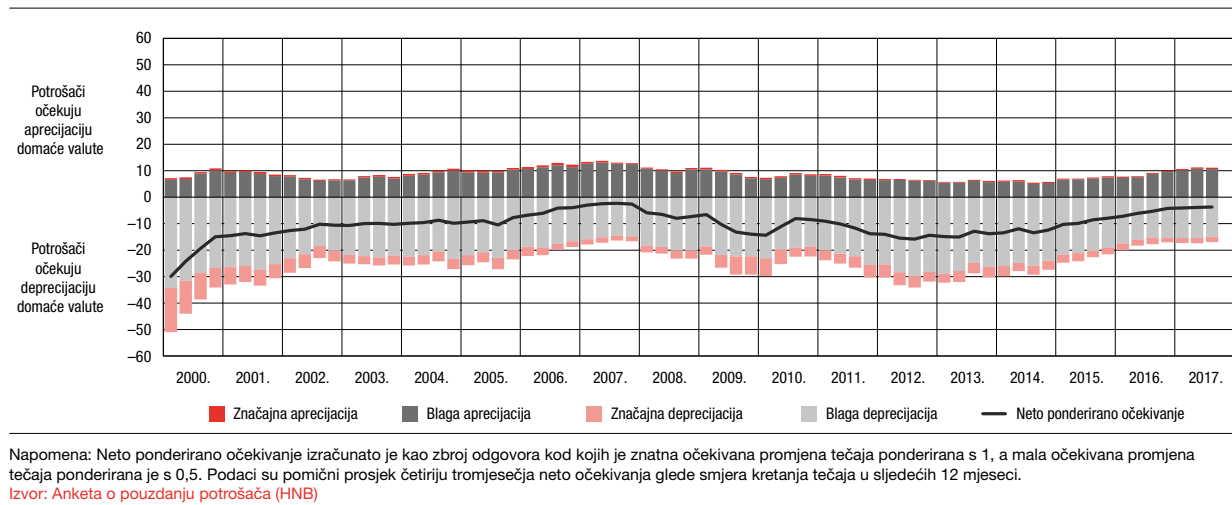


Uz tečajnu i cjenovnu stabilnost te stabilnost bankovnog sustava, ni kretanje kamatnih stopa na depozite nije podupiralo održavanje visoke depozitne euroizacije. Naime, relativna oskudnost izvora financiranja u domaćoj valuti i izdašni priljevi kapitala iz inozemstva doveli su do kamatnog diferencijala u strukturi izvora financiranja, koji je bio kontinuirano pozitivan u korist kunskih depozita. Osim toga, i visoki regulatorni troškovi za devizne izvore (Slika 7.b) poticali su banke na nuđenje atraktivnijih kamatnih stopa na kunske depozite kako bi privukle kunske izvore. Tako su kamatne stope na depozite u kunama kontinuirano bile više od kamatnih stopa na devizne depozite, pri čemu je razlika od 2000. godine prosječno iznosila između 0,5 i 1 postotnog boda, a krajem devedesetih i mnogo više (Slika 7.a). To ipak nije bio dovoljan poticaj štednji u domaćoj valuti, posebice dugoročnoj štednji, u kojoj su uvijek prevladavale inozemne valute.

Slika 7. Kamatne stope na depozite i regulatorni troškovi prema valuti



Slika 8. Očekivanja potrošača glede promjena tečaja kune u odnosu na euro



Bez obzira na dugoročnu stabilnost tečaja i vjerodostojnu monetarnu politiku HNB-a, nepovjerenje u domaću valutu kontinuirano je ukorijenjeno, a bilo je prisutno čak i u razdobljima koja su obilježili aprecijacijski pritisci (od 2006. do 2008.). Ako se promatraju očekivanja potrošača glede budućih promjena tečaja domaće valute preuzeta iz Ankete o pouzdanju potrošača od početka 2000-ih do danas, broj osoba koje očekuju deprecijaciju uvijek je bio veći od broja osoba sa suprotnim očekivanjem (Slika 8.). Zaključno, unatoč kontinuirano niskoj inflaciji, stabilnom tečaju kune u odnosu na euro, pozitivnom kamatnom diferencijalu u korist kunskih depozita i stabilnosti bankarskog sektora, depozitna euroizacija je tijekom posljednjih 20 godina iznosila prosječno oko 80% te se kretala u uskom rasponu od $\pm 8\%$, potvrđujući tako pretpostavku o svojoj perzistentnosti, temeljenoj na ukorijenjenom nepovjerenju štediša u stabilnost domaće valute.

4. Mjere izravno ili neizravno povezane s visokim stupnjem euroizacije

Izloženost tečajnom riziku i suženi prostor za djelovanje monetarne politike potaknuli su HNB na niz nestandardnih mjera monetarne politike radi upravljanja rizicima i rastućim neravnotežama (Tablica 1.). HNB je već 2003. godine počeo uvoditi mjere kojima su glavni ciljevi bili smanjenje sistemskih rizika proizašlih iz prekomjernog rasta kredita i rastućih vanjskih neravnoteža. Otpornost bankovnog sustava na potencijalne šokove ojačana je kroz zaštitne slojeve kapitala banaka i jačanje rezervi likvidnosti u sustavu (posebice devizne likvidnosti jer je mogućnost HNB-a da kreira deviznu likvidnost ograničena veličinom međunarodnih pričuva). Takvim mjerama HNB je indirektno djelovao protiv euroizacije povećavajući troškove poslovanja banaka s deviznim sredstvima (prikupljanja deviznih depozita i odobravanja deviznih kredita). Novije mjere HNB-a više su usmjerene na informiranje klijenata banaka o potencijalnim valutnim rizicima i na osiguravanje razboritog upravljanja tim rizicima te na informiranje potrošača o mogućnostima izbora između kunskih i deviznih kredita u bankama preko određivanja posebnih procedura, što pridonosi smanjenju kreditne euroizacije.

Mjere usmjerene na kvalitetu upravljanja valutno induciranim kreditnim rizikom

S ciljem poticanja što kvalitetnijeg upravljanja valutno induciranim rizikom od strane banaka, HNB je putem smjernica i odluka znatno pridonio razvoju njihovih politika vezanih uz tu vrstu rizika. Tako je u svibnju 2006. HNB izdao *Smjernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom*, koje su izravno poticale

Tablica 1. Kronološki popis najvažnijih monetarnih i makroprudencijalnih mjera u Hrvatskoj provedenih od 2003. nadalje koje su izravno ili neizravno povezane s euroizacijom i s njome povezanim rizicima

2003.	Gornja granica kreditnog rasta – 16% godišnje
2003.	Minimalno potreban iznos deviznih potraživanja
2004.	Granična obvezna pričuva
2006.	Posebna obvezna pričuva
2006.	Smjernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom
2006.	Smjernice za upravljanje kreditnim rizikom koji proizlazi iz plasmana stanovništvu
2006., 2008.	Povećani ponderi rizika za valutno inducirani kreditni rizik
2007.	Gornja granica kreditnog rasta – 12% godišnje
2009.	Odluka o upravljanju rizicima
2010.	Odluka o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija
2011.	Izvješće o primjeni postupka procjenjivanja adekvatnosti internoga kapitala
2013.	Odluka o sadržaju i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge
2015.	Izmijenjena Odluka o sadržaju i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge

Napomena: Za više detalja vidi godišnja izvješća HNB-a od 2000. do 2016.

Izvori: www.hnb.hr; kompilacija autora

banke da kreiraju vlastite politike i procedure kojima će propisati utvrđivanje, mjerenje, praćenje i kontroliranje upravljanja ovim dijelom kreditnog rizika i da, na osnovi toga, omoguće redovito izvješćivanje o nezaštićenim klijentima. Svrha je naposljetku bila tražiti od banaka da osiguraju dodatni kapital za plasmane nezaštićenim klijentima, čime se zapravo poskupljivalo devizno kreditiranje, uz druge regulatorne troškove. Iste su godine u listopadu objavljene i *Smjernice za upravljanje kreditnim rizikom koji proizlazi iz plasmana stanovništvu (fizičkim osobama)*, koje su bile usmjerene na kvalitetnije politike i procese povezane s utvrđivanjem kreditne sposobnosti fizičkih osoba pri odobravanju kredita.

Usto, od 2009. “valutno inducirani kreditni rizik” definira se *Odlukom o upravljanju rizicima* kao rizik kojemu je izložena kreditna institucija koja odobrava plasmane u stranoj valuti ili s valutnom klauzulom i koji proizlazi iz dužnikove izloženosti valutnom riziku, čime su definirani opći zahtjevi glede upravljanja valutno induciranim kreditnim rizikom. *Odluka o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija* iz ožujka 2010. također se bavila kreditnom sposobnošću dužnika te se navode kriteriji za njezinu ocjenu, poput imovinske snage dužnika, njegove likvidnosti i profitabilnosti (za pravne osobe), dužnikovih novčanih tokova ostvarenih u proteklom razdoblju i procijenjenih budućih novčanih tokova u odnosu na njegove obveze, te dužnikove izloženosti valutnom riziku s osnove plasmana s valutnom klauzulom i plasmana u stranoj valuti, uključujući i izvanbilančne obveze s valutnom klauzulom i izvanbilančne obveze u stranoj valuti.

Kako bi se povećala otpornost banaka na valutno inducirani kreditni rizik, a ujedno i cijena takve vrste kredita, uvedeni su i *vrlo visoki ponderi rizika* koji su se primjenjivali na devizne kredite i kredite s valutnom klauzulom odobrene klijentima čiji je prihod uglavnom bio u domaćoj valuti. Banke su usto bile dužne pratiti jesu li devizne pozicije njihovih dužnika usklađene i mogu li se novčani tokovi dužnika uskladiti s potencijalnim promjenama razine njihova duga. Povećanja pondera rizika koja su provedena u 2006. i 2008. smanjila su stopu adekvatnosti kapitala banaka za oko tri postotna boda. Kada su se zbog usklađivanja s Direktivom o kapitalnim zahtjevima u ožujku 2010. viši ponderi rizika za pozicije izložene valutno induciranom kreditnom riziku morali zamijeniti malo blažim ponderima rizika u skladu s Baselom 2, HNB je povisio minimalnu stopu adekvatnosti kapitala s 10% na 12%.

Ograničavanje kreditnog rasta

Administrativno oporezivanje prekomjernog rasta kredita bilo je uvedeno radi usporavanja rasta ukupne kreditne aktivnosti. No, s obzirom na to da je većina novoodobrenih kredita u vrijeme uvođenja bila vezana uz stranu valutu, ovim ograničenjem zapravo je usporeno kreditiranje u stranoj valuti. Mjera je prvi put uvedena 2003. i obvezala je banke koje bi premašile godišnju stopu rasta kredita od 16% na upis blagajničkih zapisa središnje banke niskog prinosa u iznosu dvostruko većem od ostvarenog prekoračenja rasta kredita. Ova mjera

bila je na snazi do kraja 2003. Slična mjera ponovo je uvedena 2007., kada je “neoporezivani” godišnji rast kredita ograničen na 12% (pri čemu su bili određeni mjesečni limiti). Banke koje su premašile mjesečno ograničenje bile su obvezne upisati blagajničke zapise središnje banke s niskim prinosom u iznosu od 50% prekoračenja dozvoljenog rasta kredita. Ova mjera pooštrena je nekoliko puta promjenom obuhvata aktive na koju se odnosi, a kako bi se smanjila mogućnost njezina zaobilaženja. Mjera je ukinuta u studenome 2009., kada se kreditna aktivnost zamjetno usporila zbog krize.

Obvezne pričuve

Vrlo učinkovita mjera u osiguravanju devizne likvidnosti sustava bila je *granična obvezna pričuva* (GOP) uvedena u kolovozu 2004. Njezin je osnovni cilj bio obuzdati rast inozemnog duga banaka znatnim povećanjem cijene inozemnog zaduživanja. Naime, ova vrsta pričuve penalizirala je odnosno obvezivala banke da znatan dio novih inozemnih obveza deponiraju kod HNB-a u obliku beskamratnih depozita, a time se neizravno destimulirao i kreditni rast financiran iz inozemstva. Osnovica za obračun GOP-a bila je kumulativno povećanje inozemnih obveza banaka u odnosu na stanje inozemnih obveza u početnom razdoblju (lipanj 2004.). Na tu se osnovicu primjenjivala stopa GOP-a koja je u početku bila na razini od 24%, ali se kasnije povećavala u nekoliko navrata te je u studenome 2005. dosegla 55%, a i obračunska je osnovica više puta prilagođavana. GOP je ukinut u listopadu 2008.

Usporedo s GOP-om, od ožujka 2006. do veljače 2009. na snazi je bila i *posebna obvezna pričuva* (POP), a njezini su učinci bili slični učincima GOP-a, samo su se odnosili na obveze banaka prema inozemstvu po izdanim vrijednosnim papirima. Uvođenje te mjere potaknuto je zaobilaženjem obveza po GOP-u na način da je jedna domaća banka izdala obveznice na domaćem tržištu koje je potom kupila njezina strana matična banka na sekundarnom tržištu. Osnovica za obračun POP-a bila je pozitivna razlika između prosječnoga dnevnog stanja izdanih vrijednosnih papira u određenome obračunskom razdoblju i prosječnoga dnevnog stanja izdanih vrijednosnih papira u početnom razdoblju (siječanj 2006.). Na osnovicu se također obračunavala stopa od 55%, a na izdvojena sredstva POP-a nije se plaćala naknada.

Uz ove posebne oblike obveznih pričuva, HNB se u kreiranju amortizera za zaštitu od tečajnog rizika koristio i klasičnim instrumentom obvezne pričuve, pri čemu je ona bila i glavni instrument sterilizacije. Premda se osnovica za obračun obvezne pričuve dijeli na kunski i devizni dio, stopa opće obvezne pričuve od kraja 2000. jednaka je za kunska i devizna sredstva. Propisani udio devizne pričuve mora se izdvojiti u domaćoj valuti, pri čemu se visina tog udjela mijenjala u nekoliko navrata, ponajprije radi upravljanja likvidnošću u monetarnom sustavu i održavanja stabilnosti tečaja (Slika 6.a).

Mjera za održavanje kratkoročne devizne likvidnosti

Još jedna mjera kojom su znatno povećani troškovi deviznih sredstava i devizna likvidnost monetarnog sustava jesu *minimalno potrebna devizna potraživanja* (MPDP). Ova mjera, uvedena u veljači 2003., obvezuje banke da na dnevnoj bazi pokrivaju propisani postotak svojih ukupnih deviznih obveza likvidnim deviznim potraživanjima¹⁰. MPDP je tako nametao obvezu držanja devizne likvidnosti u obliku vrlo kratkoročnih vrijednosnih papira u inozemnoj aktivi. S obzirom na visoke razine deviznih obveza banaka, ova je mjera djelovala penalizirajuće na poslovanje s devizama, a ujedno je i obvezivala banke na stvaranje vlastitih zaštitnih amortizera u obliku likvidnih deviznih sredstava imajući na umu ograničenu sposobnost HNB-a da djeluje kao zajmodavac u krajnjoj nuždi kada je riječ o deviznoj likvidnosti. Naposljetku, s obzirom na njihovu posebnu namjenu i ulogu kao sredstva za obuzdavanje platnobilančnih pritisaka, obvezna likvidna devizna potraživanja mogu se smatrati dopunskim međunarodnim pričuvama.

MPDP je izmijenjen nekoliko puta kako bi se zadovoljile likvidnosne potrebe bankovnog sustava, odnosno kako bi se osnažio protuciklični karakter monetarne politike. U veljači 2005. MPDP je smanjen s 35% na 32%, a u listopadu 2006. proširena je osnovica za obračun potrebnih likvidnih deviznih potraživanja tako da su kunski depoziti s valutnom klauzulom pridodani deviznim obvezama banaka. Razlog za tu promjenu bila je

10 Time je zamijenjena slična mjera koja je dotad obvezivala banke da izdvoje određeni postotak svojih kratkoročnih deviznih obveza (53%).

činjenica da su banke dotad stimulirale kunske depozite s valutnom klauzulom kako bi zaobišle obvezu održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja. Navedeno proširenje osnovice za MPDP pripomoglo je privlačenju “čistih” kunskih depozita i stimuliranju “čistih” kunskih kredita (tj. kunskih kredita bez valutne klauzule). Stopa MPDP-a smanjena je s 32,0% na 28,5% u svibnju 2008., a nakon izbijanja financijske krize u još nekoliko navrata na današnjih 17%. Ta smanjenja bila su ključna za osiguranje devizne likvidnosti monetarnom sustavu, što je pomoglo očuvanju tečajne stabilnosti u uvjetima deprecijacijskih pritisaka tijekom krize.

Mjere za zaštitu potrošača

Uz navedene aktivnosti smanjenja valutnog i valutno-induciranog rizika dužnika i kreditnih institucija koje su bile usmjerene prema bankama, HNB je također bio aktivan u povećanju informiranosti dužnika o potencijalnim rizicima koji proizlaze iz zaduživanja u stranoj valuti. HNB je donio *Odluku o sadržaju i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge*, koja je stupila na snagu početkom 2013. Ta je odluka obvezala kreditne institucije da informiraju klijente o pojedinostima promjena kamatnih stopa i o valutnim rizicima. Prema toj odluci klijenti trebaju biti informirani o “riziku koji je povezan s valutom u kojoj je kredit nominiran ili uz koju je vezan, uz obraćanje posebne pozornosti na rizik promjene tečaja”.

U siječnju 2014. na snagu su stupile izmjene i dopune *Zakona o potrošačkom kreditiranju* koje su se odnosile na rizike povezane s kreditiranjem u stranim valutama, čime se također povećala informiranost o rizicima obiju ugovornih strana u takvim financijskim aranžmanima. Banke su od tada u pisanom obliku obvezne informirati svoje klijente o tečajnim i kamatnim rizicima. Iako se tim zakonom financijske institucije ne ohrabruju da izravno nude kredite u domaćoj valuti, njime se implicitno stimulira takva praksa. Osim činjenice da ovaj propis, zajedno s *Odlukom o sadržaju i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge*, utječe na ponašanje financijskih institucija, njime se također pospješuje informiranost potrošača o rizicima povezanim s kreditiranjem u stranim valutama i o izboru između kunskih i deviznih kredita, čime se potencijalno povećava potražnja za kreditima u domaćoj valuti.

Postojeći skup instrumenata koji se tiču valutnog rizika u području informiranja potrošača dodatno je proširen 2015., kada je HNB izmjenom spomenute *Odluke* obvezao banke da prikažu kvantitativni učinak potencijalnih valutnih i kamatnih šokova na mjesečne anuitete ili rate. U skladu s tim izmjenama, banke su obvezne predočiti učinak moguće jednokratne deprecijacije kune na mjesečnu ratu kredita u iznosu od 10% (za euro) i 35% (za sve druge valute), kao i izračun zajedničkog učinka istodobnog povećanja kamatne stope i deprecijacije kune na mjesečnu ratu kredita. Za kredite vezane uz stranu valutu banke također trebaju ponuditi usporedivi kredit u domaćoj valuti ili uputiti klijenta na informativnu listu banaka koje nude takve kredite, a koja se od tada počela objavljivati na internetskim stranicama HNB-a.

Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) donio je 2011. godine *Preporuku o kreditiranju u stranim valutama*, kojom se predlaže niz mjera za rješavanje sistemskih rizika povezanih s kreditiranjem u stranim valutama. Preporučene mjere imaju za cilj poboljšanje otpornosti financijskih institucija koje nude tu vrstu kredita s ciljem očuvanja cjelokupnoga financijskog sustava od nepoželjnih tečajnih kretanja, a imaju i pozitivnu nuspojavu da povećavaju razinu zaštite potrošača. Za Hrvatsku je ocijenjeno da je potpuno u skladu s ovom *Preporukom* (Tablica 2.). Ipak, s hrvatskog stajališta glavni nedostatak ove *Preporuke* jest da ona nije usredotočena na stvarni uzrok euroizacije u Hrvatskoj – depozitnu euroizaciju.

Sveukupno gledajući, HNB se koristio širokom paletom instrumenata, mjera, propisa i preporuka, čiji je zajednički cilj bilo obuzdavanje tečajnih rizika u gospodarstvu koji proizlaze iz visoke razine duboko ukorijenjene euroizacije. S obzirom na njihovu diversificiranost u smislu cilja, subjekata, kanala njihova djelovanja, komplementarnost i istodobnu primjenu, nemoguće je kvantitativno procijeniti pojedinačni utjecaj svake od mjera. S druge strane, može se zaključiti da je taj široki skup monetarnih i makroprudencijalnih mjera HNB-a koje su postupno uvedene od 2003. bio izrazito protucikličkoga karaktera. U usporedbi s drugim zemljama, Hrvatska je uvelike prethodila u uvođenju takvih mjera (od 2003.), a one su bile i jačeg intenziteta (Lim et al., 2011.; Dumičić, 2017.).

Tablica 2. Procjena Preporuke o kreditiranju u stranim valutama (ESRB)

Država	Preporuke							Ukupna ocjena
	A	B	C	D	E.1	F	G	
Belgija	LC	LC	SE	SE	LC	FC	IE	LC
Bugarska	PC	PC	SE	PC	LC	FC	SE	PC
Češka	SE	SE	FC	SE	SE	FC	SE	FC
Hrvatska	FC	LC	FC	FC	FC	FC	SE	FC
Danska	SE	SE	SE	FC	FC	FC	IE	LC
Njemačka	LC	SE	FC	FC	SE	FC	SE	FC
Estonija	FC	SE	FC	LC	FC	SE	SE	FC
Irska	SE	LC	FC	SE	SE	LC	SE	LC
Grčka	FC	SE	SE	SE	SE	SE	FC	FC
Španjolska	LC	SE	SE	FC	FC	FC	SE	FC
Francuska	IE	SE	FC	SE	SE	FC	SE	LC
Italija	LC	SE	SE	SE	SE	SE	FC	LC
Cipar	SE	LC	FC	SE	LC	FC	SE	LC
Letonija	SE	LC	FC	LC	LC	FC	SE	LC
Litva	LC	LC	FC	FC	PC	LC	SE	LC
Luksemburg	FC	FC	FC	FC	FC	FC	SE	FC
Mađarska	FC	FC	FC	FC	PC	FC	SE	LC
Malta	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC
Nizozemska	SE	SE	SE	SE	SE	SE	SE	LC
Austrija	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC
Poljska	FC	FC	FC	FC	FC	FC	SE	FC
Portugal	FC	FC	SE	SE	SE	FC	SE	FC
Rumunjska	LC	FC	FC	FC	FC	FC	FC	FC
Slovenija	LC	LC	SE	SE	SE	LC	SE	LC
Slovačka	FC	SE	SE	SE	SE	SE	SE	FC
Finska	SE	SE	SE	SE	SE	SE	SE	LC
Švedska	SE	LC	SE	FC	SE	SE	SE	LC
Ujedinjena Kraljevina	SE	SE	SE	LC	SE	LC	LC	LC

Napomena: Kratice označuju stupnjeve usklađenosti sa skupinama od A do G Preporuke o kreditiranju u stranim valutama (FC = usklađeno u potpunosti, LC = uglavnom usklađeno, SE = dovoljno objašnjeno, PC = djelomično usklađeno, IE = nedovoljno objašnjena neaktivnost). Pojediniosti o specifičnim mjerama preporučenima u svakoj od osam skupina (tj. od A do G) mogu se pronaći u Izvješću ESRB-a (Europski odbor za sistemske rizike, 2015.).

Izvor: Europski odbor za sistemske rizike, 2015.

5. Zaključna razmatranja i implikacije za ekonomsku politiku – uvođenje eura kao rješenje?

Makroekonomska stabilizacija potpomognuta vjerodostojnom ekonomskom politikom, uključujući neovisnu monetarnu politiku, trebala bi pridonijeti povećanju povjerenja u domaću valutu, a time i smanjenju stupnja euroizacije. Ipak, makroekonomska stabilnost nužan je, ali ne i dovoljan preduvjet za smanjenje euroizacije. To je potvrdilo i hrvatsko iskustvo, koje pokazuje da čak ni više od dva desetljeća stabilnog tečaja i inflacije nisu bila dovoljna za promjenu ponašanja potrošača glede njihovih preferencija oko valute štednje. Duboko ukorijenjena depozitna euroizacija nije se bitno smanjila niti u uvjetima pozitivnoga kamatnog diferencijala u korist kune, i unatoč svim naporima središnje banke za osiguranje financijske stabilnosti. Naime, mjere HNB-a usporile su proces akumuliranja sistemskih rizika i stvorile zaštitne slojeve na razini sustava

protiv potencijalnih šokova, što je omogućilo protucikličku reakciju HNB-a tijekom krize te održavanje tečajne i financijske stabilnosti.

Na osnovi hrvatskog iskustva može se zaključiti da je visoku euroizaciju iznimno teško iskorijeniti. To može biti dugotrajan i spor proces s neizvjesnim ishodom koji se lako može preokrenuti, čak i u uvjetima dugogodišnje monetarne i financijske stabilnosti. Stoga je malo vjerojatno da će u budućnosti, posebice u kratkom razdoblju, doći do znatnog smanjenja depozitne euroizacije u Hrvatskoj. Ipak, naponi za povećanje vjerodostojnosti domaće ekonomske politike, zajedno s prudencijalnim i regulatornim okvirima koji podupiru upotrebu domaće valute i razvoj domaćeg tržišta kapitala, i nadalje su dobrodošli jer neizravno pridonose makroekonomskoj stabilnosti.

Duboko ukorijenjena euroizacija u Hrvatskoj govori u prilog snažnijem usmjeravanju ka uvođenju eura. Međutim, to ne znači da se trebaju napustiti mjere povezane s valutnim rizikom uzrokovanim euroizacijom koje su već na snazi, već, naprotiv, da bi se one trebale zadržati ili čak pojačati kako bi se financijski sustav zaštitio od materijalizacije valutnih rizika tijekom procesa prilagodbe za uvođenje eura. Naposljetku, uklanjanje problema visoke euroizacije uvođenjem eura ili poticanjem upotrebe domaće valute zahtijeva ispunjavanje istih preduvjeta – zdravu ekonomsku politiku i smanjenje makroekonomskih neravnoteža koje trebaju poboljšati fundamente gospodarstva.

6. Dodatak I. Opis pokazatelja monetarne politike

Pokazatelj monetarne politike (MP) je udio ukupno izdvojene pasive za potrebe ispunjavanja regulatornih zahtjeva u ukupnim obvezama banaka. Izračunava se sljedećom formulom:

$$MP_t = MP_{t-1} + \sum_{i=1}^5 \left[(\Delta r_{s_{it}}) \times \frac{OP_{it}}{\sum_{i=1}^5 OP_{it}} \right], \text{ uz } MP_0 = \frac{\sum_{i=1}^5 OP_{i0}}{\text{obveze}_0} \quad (1)$$

gdje i označuje instrumente monetarne politike, t označuje mjesec, r_{s_i} je propisana regulatorna stopa instrumenta i , a OP_i je iznos obveznih sredstava izdvojenih za potrebe ispunjavanja regulatornog zahtjeva instrumenta i . Uključeni su sljedeći instrumenti monetarne politike: (1) obvezna pričuva za obveze u domaćoj valuti, (2) obvezna pričuva za obveze u stranim valutama, (3) granična obvezna pričuva, (4) minimalno potrebna devizna potraživanja za devizne obveze i (5) minimalno potrebna devizna potraživanja za obveze s valutnom klauzulom. $Obveze_0$ i OP_0 označuju ukupne obveze banaka i ukupne obvezne pričuve u početnom razdoblju (za što je proizvoljno izabran prosinac 2001.). Povećanje MP-a predstavlja pooštavanje, a njegov pad ublažavanje monetarne politike. Pokazatelj MP konstruiran je tako da odražava samo regulatorne promjene instrumenata monetarne politike, a ne mijenja se s promjenom veličine osnovica za obračun tih instrumenata od strane banaka. Usto, formula za MP uvažava relativnu važnost svakog instrumenta za sustav na način da se promjena instrumenta ponderira udjelom izdvojene pasive zbog ispunjavanja tog instrumenta u ukupnoj izdvojenoj pasivi.

7. Literatura

Belhocine, N., Crivelli, E., Geng, N., Scutaru, T., Wiegand, J. i Zhan, Z. (2016.): Taking Stock of Monetary and Exchange Rate Regimes in Emerging Europe, International Monetary Fund

Calvo, G. i Végh, C. A. (1992.): Currency Substitution in developing countries, IMF Working paper 92/40, International Monetary Fund, Washington D.C., svibanj

Dumičić, M. (2017.): Učinkovitost makroprudencijalnih politika u zemljama Srednje i Istočne Europe, Istraživanja HNB-a, I-48

Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće, 2000. – 2016.

Europski odbor za sistemske rizike (2015.): ESRB Recommendation on lending in foreign currencies (ESRB/2011/1) - Follow-up Report – Overall assessment, svibanj

Faulend, M. (2014.): Dolarizacija s posebnim osvrtom na ciljanje inflacije, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu

García-Escribano, M. (2010.): Peru: Drivers of De-dollarization, IMF Working Paper WP/10/169, srpanj

Herrera, L. O. i Valdes, R. O. (2004.): Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience, IADB Working Paper RE1-04-015, Washington, Inter-American Development Bank

HNB (2016.): Izvješće o problematici zaduženosti građana kreditima u švicarskim francima i prijedlozima mjera za olakšavanje položaja dužnika u švicarskim francima na temelju zaključka Odbora za financije i državni proračun Hrvatskog sabora, dostupno na http://old.hnb.hr/priopc/2015/hrv/hp15092015_CHF.pdf

Kraft, E. (2003.): Monetary Policy under Dollarization: the Case of Croatia, *Comparative Economic Studies*, sv. 45, br. 3, str. 256. – 277.

Kraft, E. i Šošić, V. (2006.): Floating with a large life jacket: monetary and exchange rate policies in Croatia under dollarization, *Contemporary Economic Policy*, sv. 24, br. 4, str. 492. – 506.

Lim, C. H., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. Wu, X. (2011.): Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper 11/238

Ljubaj, I. i Petrović, S. (2016.): Bilješka o kunskom kreditiranju, Pregledi HNB-a, P-21

OeNB (2017.): OeNB Euro Survey, dostupno na <https://www.oenb.at/en/Monetary-Policy/Surveys/OeNB-Euro-Survey.html>

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. i Savastano, M. A. (2003.): Debt Intolerance, *Brookings Papers on Economic Activity*, sv. 34, br. 1, str. 1. – 74.

Rohatinski, Ž. (2010.): *Monetarna politika u vrijeme krize*, govor na 13. znanstveno-stručnoj konferenciji Hrvatsko novčano tržište, Opatija, svibanj

Scheiber, T. i Stern, C. (2016.): Currency substitution in CESEE: why do households prefer euro payments?, *Focus on European Economic Integration* Q4/16, Oesterreichische Nationalbank, prosinac

Šošić, V. (2012.): Mjerenje dolarizacije u Hrvatskoj, magistarski rad, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet

Windischbauer, U. (2016.): Strengthening the role of local currencies in EU candidate and potential candidate countries, ECB Occasional Paper Series, br. 170

Winkelried, D. i Castillo, P. (2010.): Dollarization persistence and individual heterogeneity, *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, sv. 29(8), str. 1596. – 1618., prosinac

Do sada objavljeni Pregledi:

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-ih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-12	Lipanj 2002.	Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)	Warren Coats i Marko Škreb
P-13	Rujan 2002.	Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIWW-u	Evan Kraft i Tihomir Stučka
P-14	Veljača 2003.	Rezultati trećega HNB-ova anketiranja banaka: Hrvatski bankarski sektor u fazi konsolidacije i tržišnog pozicioniranja od 2000. godine do danas	Tomislav Galac
P-15	Kolovoz 2004.	Kako unaprijediti hrvatski sustav osiguranja štednih uloga?	Michael Faulend i Evan Kraft
P-16	Kolovoz 2004.	Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku	Alan Škudar
P-17	Rujan 2004.	Treba li Hrvatskoj razlikovanje premije osiguranja štednih uloga?	Tomislav Galac
P-18	Studeni 2004.	Analiza modela stambenog financiranja u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-19	Svibanj 2005.	Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije – Gdje je Hrvatska?	Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić i Ana Šabić
P-20	Kolovoz 2005.	Rezultati četvrtoga HNB-ova anketiranja banaka	Tomislav Galac i Lana Dukić
P-21	Listopad 2005.	Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj	Igor Ljubaj
P-22	Siječanj 2006.	Kontrola koncentracija u hrvatskome bankarskom sustavu	Tatjana Ružić
P-23	Ožujak 2006.	Analiza poslovanja stambenih štedionica: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja stambenih štedionica	Mladen Mirko Tepuš
P-24	Kolovoz 2008.	Rezultati petoga HNB-ova anketiranja banaka	Lana Ivičić, Mirna Dumičić, Ante Burić, Ivan Huljak
P-25	Svibanj 2014.	Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku	Mislav Brkić i Ana Šabić
P-26	Kolovoz 2015.	Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike	Mirna Dumičić
P-27	Listopad 2015.	Obilježja tržišta rada i određivanja plaća u Hrvatskoj: rezultati Ankete poduzeća	Andreja Pufnik i Marina Kunovac
P-28	Studeni 2016.	Skrivaju li se banke u sjeni i u Hrvatskoj	Mirna Dumičić i Tomislav Ridzak
P-29	Prosinac 2016.	Bilješka o kunskom kreditiranju	Igor Ljubaj i Suzana Petrović
P-30	Lipanj 2017.	Cjenovna konkurentnost prerađivačkog sektora – sektorski pristup po razinama tehnološke opremljenosti	Enes Đozović
P-31	Lipanj 2017.	Transparentnost i monetarna politika HNB-a	Katja Gattin Turkalj i Igor Ljubaj
P-32	Rujan 2017.	Izloženost privatnoga nefinancijskog sektora kamatnom riziku: analizarezultata Ankete o promjenjivosti kamatnih stopa	Mate Rosan

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-33	Listopad 2017.	Uvođenje eura u Hrvatskoj: mogući učinci na međunarodnu razmjenu i ulaganja	Maja Bukovšak, Andrijana Ćudina, Nina Pavić
P-34	Listopad 2017.	Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj	Andreja Pufnik
P-35	Listopad 2017.	Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?	Davor Kunovac i Nina Pavić
P-36	Listopad 2017.	Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku?	Mislav Brkić i Ana Šabić

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama Istraživanja, Pregledi i Tehničke bilješke znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvaćanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni elektroničkom poštom ili optičkim medijima (CD, DVD), a mediju treba priložiti i ispis na papiru. Zapis treba biti u formatu Microsoft Word.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice zahvale i priznanja, poželjno je uključiti u tekst na kraju uvodnog dijela.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati broj, naslov, mjerne jedinice,

legendu, izvor podataka te bilješke. Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a, b, c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz nekih drugih programa, onda je potrebno dostaviti i te datoteke u formatu Excel (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom formatu EPS ili TIFF s opisima u Helvetic (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice treba označiti arapskim brojkama podignutima iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjima od slova kojima je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju stručni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Tehničke bilješke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdaje i druge publikacije: numizmatička izdanja, brošure, publikacije na drugim medijima (CD-ROM, DVD), knjige, monografije i radove od posebnog interesa za Banku, zbornike radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator Banka, edukativne materijale i druga slična izdanja.

ISSN 1334-0085 (online)