

Pregledi P-31

Transparentnost i monetarna politika HNB-a

Katja Gattin Turkalj i Igor Ljubaj

Zagreb, lipanj 2017.



HNB

PREGLEDI P-31

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

GLAVNI UREDNIK

Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO

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

UREDNIKA

Romana Sinković

GRAFIČKI UREDNIK

Gordana Bauk

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

LEKTORICA

Antonija Vidović

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-31

Transparentnost i monetarna politika HNB-a

Katja Gattin Turkalj i Igor Ljubaj

Zagreb, lipanj 2017.

Sažetak

Transparentnošću središnje banke smatra se jasnoća i otvorenost provođenja monetarne politike te razumljivost u obraćanju stručnoj i široj javnosti. Transparentnost uključuje različite aspekte djelovanja, ponajprije transparentnost instrumenata monetarne politike, ali i proceduralnu te provedbenu transparentnost. Ona je bitno povezana s nezavisnošću središnje banke, koja podrazumijeva i najvišu razinu odgovornosti. Također, transparentnost je značajno određena okvirom provođenja monetarne politike i posebice tečajnim režimom. Literatura koja mjeri transparentnost središnjih banaka razmjerno je oskudna, a uspostavljene su mjere pristrane prema režimima ciljanja inflacije, koji se u literaturi smatraju najtransparentnijima. Stoga bitne značajke monetarnog okvira same po sebi mogu činiti pojedine središnje banke više odnosno manje transparentnima. Ako se uzmu u obzir različiti okviri provođenja monetarne politike kao i različiti tečajni režimi, transparentnost je HNB-a oko prosjeka usporedivih zemalja, a glede financijske stabilnosti i znatno iznad prosjeka. Hrvatska središnja banka od 2010. do 2017. povećala je transparentnost, što je u skladu s općim trendom.

Ključne riječi:

transparentnost, središnja banka, monetarna politika, HNB

JEL klasifikacija:

E52, E58, E61

Sadržaj

Sažetak	v
1. Što znači transparentnost središnjih banaka?	1
Okvir 1. Može li transparentnost središnje banke biti prekomjerna?	1
2. Kako se mjeri transparentnost središnjih banaka – saznanja iz literature	2
3. Transparentnost HNB-a u kontekstu postojećeg okvira monetarne politike	3
Okvir 2. Netransparentni potezi pojedinih najtransparentnijih središnjih banaka	6
4. Transparentnost i financijska stabilnost	7
5. Zaključak	8
6. Dodaci	9
Dodatak I. MMF-ova klasifikacija okvira monetarne politike i tečajnih režima	9
Dodatak II. Ocjena i komentar upitnika za transparentnost HNB-a prema metodologiji iz Eijffinger i Geraats (2006.)	10
Dodatak III. Rezultati upitnika iz Dincer i Eichengreen (2014.) po okvirima monetarne politike i tečajnim režimima s usporedbom za Hrvatsku	13
Literatura	14

1. Što znači transparentnost središnjih banaka?

Institucionalni ustroji središnjih banaka u novije vrijeme razvijaju se u smjeru povećane nezavisnosti od izvršne vlasti u skladu sa saznanjem da su ishodi monetarne politike bliže optimalnima kada je središnja banka neovisna. Pod nezavisnošću se podrazumijeva nezavisnost instrumenata monetarne politike, dok izvršna odnosno zakonodavna vlast središnjoj banci i nadalje postavljaju cilj. Veća nezavisnost podrazumijeva i veću razinu odgovornosti u provođenju monetarne politike, za što je ključna transparentnost.

Promjena paradigme prema otvorenoj i javnoj monetarnoj politici nije samo obveza središnje banke povezana s odgovornošću. Naprotiv, prema Blinder *et al.* (2008.) transparentnost je “ključan instrument” koji je na raspolaganju središnjim bankarima. U suvremenom središnjem bankarstvu transparentnost nije samo de-

mokratski standard, nego se njome popravljaju skup javno dostupnih informacija o gospodarskim izgledima te se povećava uvjerljivost i predvidljivost, a naposljetku i učinkovitost monetarne politike. Kanal kojim se to postiže jest sidrenje inflacijskih očekivanja i ublažavanje “šuma” na financijskim tržištima. Istodobno, postavljaju se i pitanja može li previše transparentnosti biti štetno (vidi Okvir 1.) i treba li uvijek postupati transparentno (vidi Okvir 2.).

Najjednostavnija definicija transparentnosti središnje banke jest jasnoća komunikacije monetarne politike. Sljedeća je razina transparentnosti sadržaj komunikacije. Središnja banka mora prenijeti važne informacije o gospodarskim kretanjima te ciljevima i odlukama monetarne politike stručnoj i široj javnosti. Konačno, treća je razina transparentnosti otvorenost središnje banke za

Okvir 1. Može li transparentnost središnje banke biti prekomjerna?

U literaturi o transparentnosti, između ostaloga, razmatra se i pitanje optimalne razine transparentnosti središnje banke. Tako Mishkin (2004.) navodi da postoje slučajevi kada središnje banke mogu biti i previše transparentne. Smatra da transparentnost središnje banke uvijek mora biti sredstvo s ciljem vođenja optimalne monetarne politike. Transparentnost omogućava komunikaciju s javnošću i pomaže u stvaranju podrške optimalnoj monetarnoj politici, ali neke vrste transparentnosti tome ne pridonose (primjerice ako se kvantitetom zamagljuje jasnoća sadržaja).

Van der Cruysen, Eijffinger i Hoogduin (2010.) upozoravaju na “zasićenje” informacijama koje dovodi do toga da dodatne informacije, nakon određene razine, ne vode jasnoći monetarne politike. Paradoksalno, javnost percipira da središnje banke velikom količinom objavljenih informacija pokazuju kako “su i same nesigurne”, što dovodi do negativnog učinka na očekivanja.

Hansen, McMahon i Prat (2014.) empirijski testiraju dobrobiti povećane transparentnosti. Koriste se činjenicom da su transkripti sjednica FOMC-a¹ do 1993. bili interni, dok su nakon toga članovi FOMC-a znali da će transkripti biti objavljeni, iako s vremenskim

odmakom. Autori su istražili kvalitetu i sadržaj rasprave pojedinog sudionika, upotrebljavajući kompleksne lingvističke algoritme. Predvidjeli su kanal djelovanja povećane transparentnosti na bit rasprave koji su nazvali “brigom za napredovanje”, a temelji se na pretpostavci da stručnjaci grade i održavaju profesionalnu reputaciju, posebno u ranijim stadijima karijere. Učinak “brige za napredovanje” može biti pozitivan, kada povećana vidljivost motivira stručnjake na snažniji angažman i veće ulaganje truda u pripreme diskusija. Negativni učinak može biti konformizam i “papagajsko ponavljanje” već izrečenog (Prat, 2005.). I sam Greenspan izrazio je zabrinutost da će najavljena objava transkripata kao posljedicu imati “sterilni skup izjava daleko od sadržajne debate nužne za odlučivanje o monetarnoj politici” (Hansen *et al.*, 2014.). Autori zaključuju da su se nakon 1993. članovi FOMC-a (posebno mlađi) u većoj mjeri služili bilješkama stručnih službi, da su diskusije postale više tehničke i uniformne te da se sudionici rasprave u bitnome nisu usudili proturječiti Greenspanu, što nazivaju učinkom komfornosti. Preporučuju pomnjivo pronaći ravnotežu između transparentnosti odnosno interesa javnosti za sadržajem sjednica te okružja koje neće gušiti sučeljavanje ideja.

1 Engl. Federal Open Market Committee

javnu raspravu (Blinder, 2004.). Međutim, prenijeti taj općenit i načelan opis transparentnosti u konkretne oblike djelovanja središnje banke vrlo je teško, pa se poseb-

ni radovi bave pokušajima definiranja aspekata transparentnosti koje je moguće brojčano ocijeniti i posljedično rangirati, što je opisano u idućem poglavlju.

2. Kako se mjeri transparentnost središnjih banaka – saznanja iz literature

Literatura koja teorijski razmatra transparentnost monetarne politike, uključujući istraživanja “optimalne razine transparentnosti” i povezanosti transparentnosti s makroekonomskim ishodom (Bernanke, 2010.; Blinder, 2004.; Friedman, 2005.; Mishkin, 2004. i Siklos, 2011.), vrlo je opsežna. Nasuprot tome, rijetka su empirijska istraživanja koja mjere samu razinu transparentnosti središnjih banaka, a osobito istraživanja koja uključuju Hrvatsku. Ona obuhvaćaju tek istraživanje od Crowe i Meade (2008.), zatim tri istraživanja od Dincer i Eichengreen (2007., 2009., 2014.) na koja se često referiraju stručne rasprave, zatim Siklos (2011.) te od novijih Naszodi, Csavas, Erhart i Felcser (2016.). Za procjenu transparentnosti svi se navedeni autori koriste matricom iz Geraats (2002.) i na njoj temeljenim Eijffinger-Geraatsovim indeksom (2006.), koja definira transparentnost uz pomoć pet aspekata:

- **Transparentnost monetarne politike:** Službena izjava o ciljevima monetarne politike, uključujući rangiranje u slučaju višestrukih ciljeva, kvantifikacija primarnog cilja te eksplicitna izjava o institucionalnom ustroju.
- **Ekonomska transparentnost:** Dostupnost ekonomskih informacija koje se koriste pri vođenju monetarne politike. Uključuje objavu ekonomskih podataka, modela i internih prognoza (temeljenih na modelima ili prosudbi) koje središnja banka rabi za projekcije ili ocjene učinaka mjera monetarne politike.
- **Proceduralna transparentnost:** Način i redoslijed donošenja odluka i provođenja mjera monetarne politike.
- **Provedbena transparentnost:** Otvorenost komunikacije o provedenim mjerama i korištenim instrumentima, tako da priopćenja, zajedno s objašnjenjima, slijede odmah nakon provedbe mjera.
- **Operativna transparentnost:** Otvorenost komunikacije o provedbi mjera monetarne politike. Uključuje raspravu o odstupanju od projicirane razine

operativnih ciljeva i utjecaju (neočekivanih) makroekonomskih poremećaja na transmisijski mehanizam monetarne politike.

Crowe i Meade (2008.) te Dincer i Eichengreen (2007., 2009., 2014.) za ocjenu transparentnosti koriste se javno dostupnim informacijama na internetskim stranicama središnjih banaka, umjesto metode anketiranja kao što je uobičajeno u istraživanjima o središnjem bankarstvu, u kojima se na upitnik očituje sama središnja banka. Smatra se da informacija koja nije dostupna zainteresiranoj javnosti nije transparentna. Na temelju tako skupljenih informacija autori nastoje objektivizirati transparentnost, odnosno numerički je ocijeniti te rangirati središnje banke prema dodijeljenim ocjenama. To pak omogućava usporedbu transparentnosti središnjih banaka u određenom trenutku, vremensko praćenje promjena transparentnosti te, najvažnije, ocjenu učinaka veće transparentnosti na uspješnost monetarne politike. U skladu s metodologijom iz Eijffinger i Geraats (2006.) za ocjenu ukupnog indeksa autori transparentnost raščlanjuju na pet različitih aspekata, od kojih je svaki važan za jasnoću i otvorenost monetarne politike. Svaki aspekt transparentnosti kvantificira se na temelju odgovora na određena pitanja (cjelokupan upitnik s ocjenama i komentarima za transparentnost HNB-a nalazi se u Dodatku II.) te se zbrojem tih bodova dobiva indeks transparentnosti pojedine središnje banke (viša razina indeksa = viša transparentnost).

Normiranje i rangiranje više od stotinu raznorodnih središnjih banaka koje djeluju u različitim kombinacijama monetarnih i tečajnih režima zahtjevan je pothvat, a rezultati tih istraživanja dobra su ishodišna točka za usporedbu kao i izvor preporuka za daljnje povećavanje otvorenosti i javnosti provođenja monetarne politike. Ipak, rezultati nisu bez zamjerki. Neka ograničenja navode i sami autori, prije svega nedostupnost pojedinih informacija u engleskoj inačici internetskih stranica središnjih banaka, što može sustavno umanjiti indeks transparentnosti središnjih banaka izvan engleskoga govornog područja.

Tablica 1. Distribucija zemalja prema okvirima provođenja monetarne politike i pripadajućim tečajnim režimima za 2010.

Monetarni okviri	Tečajni režimi				Ukupno
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući	Ostali tečajni režimi	
Tečajno sidro	5	40		4	49
Ciljanje monetarnih agregata		8	9	3	20
Ciljanje inflacije		1	29		30
Ostali monetarni okviri		2	10	3	15
Ukupno	5	51	48	10	114

Napomena: Bijelom bojom označena je skupina kojoj pripada Hrvatska.

Izvori: MMF; Dincer i Eichengreen (2014.); ocjena autora

Međutim, mnogo je veće ograničenje “apsolutno” rangiranje transparentnosti središnjih banaka bez uzimanja u obzir različitosti okvira za provođenje monetarne politike i tečajnih režima pojedinih središnjih banaka. Naime, upitnik na temelju metodologije iz Eijffinger i Geraats (2006.) konstruirao indeks transparentnosti koji daje prednost središnjim bankama s režimom ciljanja inflacije (engl. *inflation targeting*). Preciznije, sam upitnik uglavnom odražava upravo procedure i prakse središnjih banaka koje ciljaju inflaciju, pa te zemlje na ljestvicama porotka ostvaruju nedostižno najviše bodova. S ciljem razmatranja transparentnosti monetarne politike HNB-a u kontekstu skupine usporedivih zemalja, u nastavku će se zemlje grupirati upravo na temelju različitih okvira provođenja monetarne politike te pripadajućih tečajnih režima. Za grupiranje se koristi MMF-ova klasifikacija zemalja koja je pobliže opisana u Dodatku I. Što se tiče okvira za provođenje monetarne politike, MMF objedinjuje srodne okvire u četiri tipa: okvir tečajnog sidra, ciljanja monetar-

nih agregata, ciljanja inflacije te ostale monetarne okvire. HNB je svrstan u skupinu zemalja koje imaju okvir tečajnog sidra. Kod tečajnih režima MMF razlikuje njih devet, no i oni se mogu suštinski grupirati u četiri glavne skupine: fiksni, upravljano fluktuirajući, fluktuirajući i ostali.

Središnje banke koje analiziraju Dincer i Eichengreen (2014.), njih ukupno 114, podijeljene su prema MMF-ovoj klasifikaciji u 16 grupa s obzirom na okvire monetarne politike i tečajne režime (Tablica 1.). Skupina zemalja s monetarnom politikom temeljenoj na tečajnom sidru uz upravljano fluktuirajući tečajni režim kojoj pripada i Hrvatska ujedno je i najbrojnija od svih 16 grupa zemalja (označena bijelom bojom u Tablici 1.). Promatraju li se samo četiri grupe zemalja prema tipu monetarnog okvira, najviše zemalja vodi upravo monetarnu politiku tečajnog sidra. Kod tečajnih režima najbrojniji su i podjednako zastupljeni upravljano fluktuirajući i fluktuirajući tečajni režimi.

3. Transparentnost HNB-a u kontekstu postojećeg okvira monetarne politike

Rezultati spomenutih istraživanja koja ocjenjuju transparentnost HNB-a bitno se razlikuju, premda svi radovi počivaju na istoj izvornoj metodologiji i numeričkoj skali kvantifikacije prikazanoj u radu Eijffinger i Geraats (2006.). Dincer i Eichengreen (2014.) tako ukupnom indeksu transparentnosti HNB-a za 2010. dodjeljuju vrijednost od 2,5 bodova, što je razmjerno nisko. S druge strane, Naszodi *et al.* (2016.) indeks transparentnosti

HNB-a za 2009. godinu ocjenjuju mnogo bolje, sa 6 bodova, smještajući Hrvatsku na 39. mjesto prema kriteriju transparentnosti od 97 zemalja. Siklos (2011.) također je Hrvatskoj dodijelio 6 bodova. I u starijem istraživanju Crowe i Meade (2008.) već za 1998. slično rangiraju Hrvatsku, na 47. mjesto od ukupno 90 zemalja.²

Nizak rang Hrvatske u istraživanju od Dincer i Eichengreen (2014.) uglavnom je posljedica previda

2 Pritom se u tom istraživanju koristi normirani indeks koji nije izravno usporediv s ostalim istraživanjima.

određenih informacija koje je tada HNB objavljivao. Naime, HNB je 2010. redovito objavljivao gotovo sve ekonomske podatke važne za provođenje monetarne politike, a ne samo pet serija podataka koje autori navode kao nužan standard. HNB je također promptno izvještavao o promjenama glavnoga operativnog instrumenta i smjeru same monetarne politike kao i primjerice provedenoj deviznoj intervenciji ili izmjeni stope obvezne pričuve. Zatim, HNB je i često preko priopćenja, analiza i javnih nastupa guvernera objavljivao objašnjenja uz odluke monetarne politike, što je i u slučaju bez navođenja očekivanja za budućnost bilo dovoljno za “osvajanje” pola boda u ocjeni indeksa. Nadalje, HNB je uvijek pružao redovite informacije odnosno analize tekućih makroekonomskih kretanja (što bi također bilo dovoljno za pola boda). Isto je vrijedilo i za objašnjavanje ishoda monetarne politike u svjetlu makroekonomskih ciljeva. Uvažavajući okolnost da autori istraživanja nisu mogli precizno pronaći sve informacije na tadašnjoj internetskoj stranici HNB-a te da su vjerojatno neke informacije bile dostupne samo na hrvatskom jeziku, razvidno je kako je transparentnost HNB-a 2010. godine bila viša od dodijeljene ocjene u istraživanju Dincer i Eichengreen (2014.).

Uzmu li se u obzir javno dostupne informacije, na temelju jednakog upitnika kao u Eijffinger i Geraats (2006.), koji se koristi u svim istraživanjima, ocijenili smo indeks transparentnosti monetarne politike u Hrvatskoj za 2010. godinu s 5 bodova. To je više od ocjene nego u Dincer i Eichengreen (2014.) te neznatno niže od ocjena Naszodi *et al.* (2016.) i Siklos (2011.).

Ponovo ocijenjenim upitnikom dokumentiramo informacije koje je HNB objavljivao i obrazložimo zašto pojedina pitanja u biti i nisu primjenjiva za kombinaciju okvira monetarne politike i tečajnog režima koji provodi HNB. Isto vrijedi i za druge zemlje sličnih monetarnih okvira, koje za neka pitanja jednostavno ne mogu “osvojiti” bodove. Detaljan upitnik korišten za ocjenu indeksa transparentnosti prema metodologiji iz Eijffinger i Ge-

raats (2006.) s pripadajućim bodovima za Hrvatsku, naša ocjena bodova za 2010. te komentari i obrazloženja nalaze se u Dodatku II.

Isti upitnik ispunjen u skladu s današnjim stanjem ocijenio bi indeks transparentnosti za Hrvatsku sa 7,5 (vidi Tablicu 2. i Dodatak II.). HNB je posljednjih nekoliko godina unaprijedio transparentnost, što je ujedno opći trend u središnjem bankarstvu, premda se relativan intenzitet jačanja općeg trenda ne može ocijeniti zbog nedostatka novijih ocjena za ostale središnje banke. Dodatni bodovi najviše su povezani s činjenicom da HNB od prosinca 2010. dva puta godišnje u Biltenu redovito objavljuje makroekonomske prognoze s komentarom odstupanja od njih. Prognoze se objavljuju za širi skup varijabla od inflacije i rasta BDP-a kako se navodi u pitanju, pa tako HNB objavljuje i prognozu glavnih komponenata BDP-a, broja zaposlenih, tekućeg i kapitalnog računa platne bilance, inozemnog duga te monetarnog agregata M4 i plasmana. Od prosinca 2016. promijenjen je sadržaj, a samim time i naziv publikacije u kojoj HNB objavljuje projekcije te se ona od tada zove Makroekonomska kretanja i prognoze, a sve s ciljem povećanja vidljivosti i poboljšanja prenošenja prognoza središnje banke.

Nadalje, od ožujka 2015. godine HNB je bitno redizajnirao i unaprijedio sadržaj službene internetske stranice koja sada uključuje i strateški opis te objašnjenje cjelokupnog okvira za provođenje monetarne politike, odnosno ciljeva, instrumenata, tečajne politike, važnosti stabilnosti cijena i tečaja itd. (što bi trebalo biti dovoljno za osvajanje barem 1 boda kod pitanja o proceduralnoj transparentnosti). Publikacije HNB-a redovito sadržavaju niz analitičkih i istraživačkih okvira koji se među ostalim bave i makroekonomskim poremećajima i pokrivaju teme relevantne za provođenje monetarne politike. Redovito se objavljuju i prezentacije rukovodstva HNB-a koje sadržavaju stručne rasprave o temama iz područja značajnih za HNB. Sve zajedno zasigurno pridonosi ve-

Tablica 2. Ukupni i pojedinačni indeksi transparentnosti HNB-a prema metodologiji iz Eijffinger i Geraats (2006.)

	Tečajno sidro / upravljano fluktuirajući tečaj – prosjek za sve zemlje za 2010.	Dincer i Eichengreen (2014.) – HR ocjena za 2010.	Naszodi <i>et al.</i> (2016.) – HR ocjena za 2009.	Ocjena autora za HR:	
				2010.	2017.
Transparentnost monetarne politike	1,7	2,0	3,0	2,0	2,0
Ekonomska transparentnost	0,5	0,0	0,0	0,5	1,5
Proceduralna transparentnost	0,7	0,0	0,0	0,0	1,0
Provedbena transparentnost	0,4	0,0	2,0	1,5	1,5
Operativna transparentnost	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5
Ukupno	3,7	2,5	6,0	5,0	7,5

Izvori: MMF; Dincer i Eichengreen (2014.); Naszodi *et al.* (2016.); ocjena autora

Tablica 3. Ukupni indeks transparentnosti zemalja prema okvirima provođenja monetarne politike i pripadajućim tečajnim režimima za 2010.

Monetarni okviri	Tečajni režimi				Ukupno
	Fiksni	Upravljano fluktuirajući	Fluktuirajući	Ostali tečajni režimi	
Tečajno sidro	5,50	3,71		3,00	3,84
Ciljanje monetarnih agregata		4,50	3,89	3,33	4,05
Ciljanje inflacije		9,00	9,28		9,27
Ostali monetarni okviri		4,25	8,00	4,83	6,45
Ukupno	5,50	3,96	8,00	3,65	5,62

Napomena: Bijelom bojom označena je skupina kojoj pripada Hrvatska.

Izvori: MMF; Dincer i Eichengreen (2014.); ocjena autora

ćoj transparentnosti.

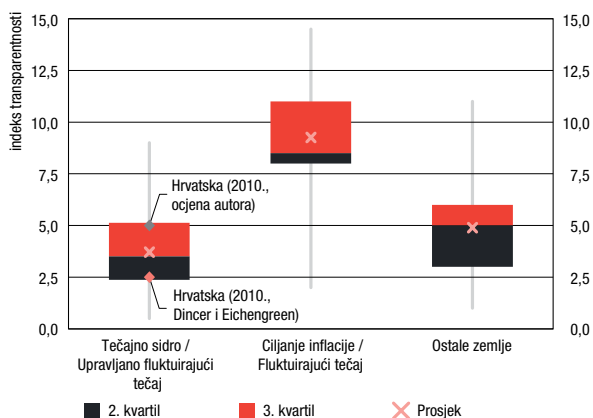
Nadalje, ako se ukupan indeks transparentnosti središnjih banaka za 2010. godinu, ocijenjen u Dincer i Eichengreen (2014.), razvrsta na temelju različitih monetarnih okvira i tečajnih režima, uočava se da najvišu razinu transparentnosti u prosjeku imaju monetarni okviri ciljanja inflacije, dok kod tečajnih režima to vrijedi za fluktuirajući tečajni režim (Tablica 3.). Promatraju li se ocjene prema kombinaciji monetarnih i tečajnih režima za mogućih 11³ grupa usporedivih zemalja, na skali koja maksimalno ide do 15 bodova, upravo ta kombinacija monetarnog okvira i tečajnog režima u prosjeku nosi najviši rezultat od 9,28.⁴ Međutim, to u praksi ne mora značiti da su središnje banke iz te skupine uvijek transparentne (vidi Okvir 2.).

HNB je prema pripadajućem okviru provođenja monetarne politike i tečajnom režimu tečajno sidro i upravljano fluktuirajući tečajni režim, u grupi zemalja koje u prosjeku imaju najnižu ocijenjenu razinu transparentnosti za 2010. godinu (3,71, označeno bijelom bojom u Tablici 3.). Od tog prosjeka bitno ne odstupa 2,5 “osvojenih” bodova prema Dincer i Eichengreen (2014.), kao ni 5 bodova koje su dodijelili autori ovog pregleda (6 bodova koje dodjeljuju Naszodi *et al.* (2016.) te Siklos (2011.) nešto je iznad raspona u kojemu se kreće većina zemalja sa sličnim monetarnim režimom). Već iz toga može se zaključiti da je transparentnost HNB-a oko prosjeka usporedivih zemalja, odnosno da ova kombinacija okvira i režima donosi nižu transparentnost, barem na način kako su je ocijenili autori u svom radu. Također, ako se uspoređi distribucija ocijenjenih indeksa transparentnosti grupe zemalja u kojoj se nalazi Hrvatska, s najtransparentnijom grupom (ciljanje inflacije i fluktuirajući tečaj), što je prikazano

na Slici 1., razvidna je sustavna razlika između transparentnosti ovih dviju najbrojnijih grupa. To pak s druge strane uopće ne mora značiti da okviri monetarne politike i tečajni režimi pojedinih zemalja koje su u “hrvatskoj grupi” nisu primjereni ili efikasni zbog toga što su u prosjeku manje transparentni. Dapače, posebnost režima stabilnog tečaja koji se koristi kao glavno sidro za očekivanja jest da se zapravo radi o jako transparentnom modelu koji dnevno osigurava jasnoću smjera monetarne politike svim sudionicima gospodarstva.

Metodologija korištena u istraživanju Dincer i Eichengreen (2014.) kao i drugim sličnim istraživanjima stoga zapravo mjeri sličnost monetarnog i tečajnog režima s “idealom” režima ciljanja inflacije, pa je zato transparentnost središnjih banaka zemalja čiji monetarni i tečajni režimi odstupaju od ciljanja inflacije sustavno niže ocijenjena. Pritom je vidljiva i razlika fiksnoga i

Slika 1. Distribucija indeksa transparentnosti po grupama monetarnih i tečajnih režima



Napomena: Okomitim linijama prikazane su najmanja i najveća vrijednost indeksa transparentnosti u pojedinoj skupini zemalja.

Izvori: MMF; Dincer i Eichengreen (2014.); ocjena autora

3 Sve grupe okvira monetarne politike i tečajnih režima zapravo čine 16 različitih grupa, no samo je 11 aktivnih grupa. Tako primjerice ne postoji središnja banka koja kombinira ciljanje inflacije i fiksni tečaj.

4 Do istih saznanja dolazi se ako se zemlje razvrstaju prema ocijenjenim indeksima transparentnosti iz Naszodi *et al.* (2016.).

upravljano fluktuirajućega tečajnog režima, pri čemu su fiksni tečajni režimi sustavno ocijenjeni kao transparent-

niji, ali opet ni približno onoliko koliko to pokazuju ocijenjeni indeksi za režime ciljanja inflacije.

Okvir 2. Netransparentni potezi pojedinih najtransparentnijih središnjih banaka

Visokoocijenjena transparentnost monetarne politike pojedine središnje banke ne znači da ta banka s ciljem ostvarivanja ciljeva i povećanja efikasnosti monetarne politike ne može ili ne povlači i neočekivane ili čak poteze suprotne javno objavljenom smjeru monetarne odnosno tečajne politike. Naprotiv, katkad situacija na tržištu baš zahtijeva neuobičajen i nenajavljen potez središnje banke koji će iznenaditi sve sudionike i tako pridonijeti željenim ciljevima monetarne politike. U novije se vrijeme kao primjeri mogu izdvojiti potezi izmjene tečajne politike središnjih banaka Švicarske i Češke, koje se inače smatraju jednim od najtransparentnijih.⁵

Švicarska središnja banka 15. siječnja 2015. ukinula je održavanje minimalnog tečaja od 1,2 švicarska franka za jedan euro, što je rezultiralo snažnom aprecijacijom švicarske valute i poremećajima na financijskim tržištima. Navedena je promjena politike Švicarske središnje banke (SNB) uvedena unatoč istupima najviših dužnosnika te institucije u kojima su isticali njezinu važnost. Tako je guverner SNB-a Thomas J. Jordan 5. siječnja 2015.⁶ ocijenio održavanje minimalnog tečaja kao “apsolutno ključnu” mjeru za borbu protiv preniske inflacije, dok je Jean-Pierre Dant-

hine, tadašnji zamjenik guvernera SNB-a, 12. siječnja 2015.⁷ istaknuo kako održavanje minimalnog tečaja mora ostati okosnica monetarne politike. Dakle, iako je minimalni tečaj SNB teoretski mogao beskonačno dugo braniti, jer se u slučaju aprecijacijskih pritisaka domaća valuta može neograničeno tiskati za otkup deviza, Švicarska središnja banka morala je postupiti protivno javno obznanjenom i transparentnom režimu te je dopustila snažnu aprecijaciju tečaja.

U drugom se primjeru Češka narodna banka u studenome 2013. zbog snažnih aprecijacijskih pritisaka na češku krunu počela koristiti deviznim intervencijama kako bi slabila domaću valutu i održavala tečaj blizu 27 čeških kruna za jedan euro. Svrha nove mjere bila je postizanje postojećeg cilja inflacije od 2% budući da je kamatna stopa, kao osnovni instrument režima ciljanja inflacije, postala neučinkovita zbog dosegnute donje granice kamatnih stopa (engl. *zero lower bound*). Dakle, radi se o razumljivo motiviranoj odluci, no ona je bila potpuno u neskladu s javno obznanjenim okvirom provođenja monetarne politike ciljanja inflacije, koji podrazumijeva upravo slobodno kretanje tečaja domaće valute bez uplitanja središnje banke na devizno tržište.

5 Prema Dincer i Eichengreen (2014.) Češka na ljestvici dijeli četvrto, a Švicarska sedmo mjesto među svim središnjim bankama, ocijenjeno prema indeksu transparentnosti za 2010. godinu.

6 <http://www.reuters.com/article/us-swiss-snb-idUSKBN0KE1DO20150105>

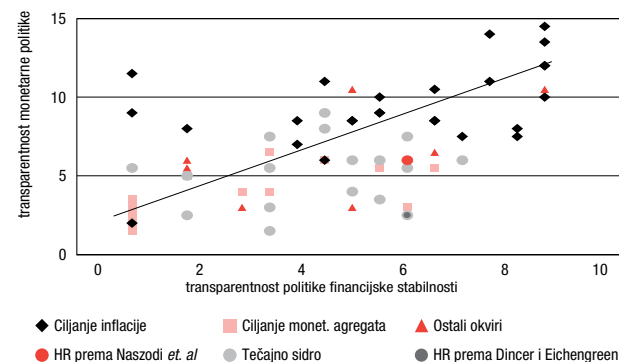
7 <http://www.reuters.com/article/swiss-snb-idUSL6N0UR3LW20150112>

4. Transparentnost i financijska stabilnost

Osim u kontekstu okvira provođenja monetarne politike i tečajnih režima, transparentnost središnje banke može se promatrati i s gledišta financijske stabilnosti. Naime, financijska je stabilnost u novije vrijeme, a pogotovo s globalnom financijskom krizom, postala važan cilj središnjih banaka. Financijska stabilnost danas se primarno podržava putem tzv. makroprudencijalne politike, no njezino je djelovanje otežano precizno mjeriti jer se zbog dužine financijskog ciklusa njezin učinak obično opaža sa znatnim vremenskim odmakom u odnosu na poduzete mjere. Isto tako, instrumentarij makroprudencijalne politike iznimno je opsežan i raznovrstan, pojedine je mjere teško kalibrirati, a pogotovo njihovu interakciju. Zato je politika očuvanja financijske stabilnosti mnogo više usmjerena na kvalitativni opis ciljeva i “naginjanje protiv vjetrova” nego na strogu kvantifikaciju mjera, transmisija i ciljeva. Ti ciljevi, mjere i ukupna makroprudencijalna politika također trebaju biti transparentni, što je osobito važno za sve sudionike na financijskom tržištu.

Rezultati HNB-ove politike očuvanja financijske stabilnosti vrlo su dobri. Drugu najdublju recesiju u EU-u (iza Grčke) Hrvatska je prošla bez potrebe za ubrizgavanjem javnih sredstava u bankovni sustav koji je ostao iznimno visokokapitaliziran. Glede komuniciranja sa stručnom i širom javnošću, valja istaknuti kako HNB već osam godina objavljuje polugodišnje izvješće Financijska stabilnost, u kojem se razmatraju kretanja u različitim sektorima gospodarstva i povezani rizici za financijski sektor, a uključuje i redovita ispitivanja otpornosti bankarskog sektora. Nadalje, duži se niz godina u skladu s MMF-ovom inicijativom prikuplja i objavljuje širok skup međunarodno usporedivih kvantitativnih pokazatelja financijske stabilnosti (engl. *Financial Soundness Indicators* – FSI). Na internetskoj stranici HNB-a mogu se pronaći i poveznice na brojne radove posvećene financijskoj stabilnosti.

Slika 2. Indeks transparentnosti monetarne politike i politike financijske stabilnosti središnjih banaka prema monetarnom okviru za 2010.



Napomena: Indeksi transparentnosti monetarnih politika po zemljama su iz Dincer i Eichengreen (2014.), a indeksi transparentnosti politike financijske stabilnosti iz Horváth i Vaško (2013.). Dodatno, crvenom točkom označena je ocjena transparentnosti za Hrvatsku koja se koristi rezultatom iz Naszodi *et al.* (2016.).
Izvori: MMF; Horváth i Vaško (2013.); Dincer i Eichengreen (2014.); Naszodi *et al.* (2016.)

Sve navedeno bilo je dovoljno da Horváth i Vaško (2013.) HNB svrstaju među transparentnije središnje banke što se tiče politike usmjerene na očuvanje financijske stabilnosti. HNB je sa 6 bodova bolji od europskog prosjeka koji iznosi 5,5 bodova, a Hrvatska također odskaka od grupe usporedivih zemalja po monetarnom i tečajnom režimu (prosjeak 1,7) te ima bolje rezultate od nekih središnjih banaka koje se općenito smatraju vrlo transparentnima (Danska 4,5; Kanada 4,5; Francuska 3).

Unatoč tome što, kada je riječ o transparentnosti politike financijske stabilnosti, okvir monetarne politike koja se temelji na ciljanju inflacije također u prosjeku ima najvišu transparentnost, povezanost indeksa

Tablica 4. Indeks transparentnosti politike financijske stabilnosti prema monetarnom okviru i tečajnom režimu prema Horváth i Vaško (2013.) za 2010.

Monetarni okviri	Tečajni režimi				Ukupno	Hrvatska
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući	Ostali tečajni režimi		2010,
Tečajno sidro	4,40	1,70		2,70	2,10	6,00
Ciljanje monetarnih agregata		3,10	1,80	1,80	2,40	
Ciljanje inflacije		5,50	4,90		5,00	
Ostali monetarni okviri			4,90	3,00	4,50	
Ukupno	4,40	2,10	4,60	2,50	3,50	

Napomena: Bijelom bojom označena je skupina kojoj pripada Hrvatska.

Izvori: MMF; Horváth i Vaško (2013.); ocjena autora

transparentnosti financijske stabilnosti i režima/okvira monetarne politike nije presudna, a razlika ove transparentnosti između režima ciljanja inflacije i primjerice tečajnog sidra s fiksnim tečajem mnogo je manje izražena nego kod transparentnosti samih monetarnih politika. Stoga i zemlje kao Hrvatska, koje se koriste okvirom tečajnog sidra i upravljano fluktuirajućim tečajnim

režimom, mogu vlastitim politikama postići visoku razinu transparentnosti politike financijske stabilnosti (što se vidi na Slici 2.). Ukratko, tamo gdje HNB može biti transparentan, on to i jest, dok je glede monetarne politike transparentnost većinom određena samim monetarnim okvirom (Šošić, 2017.).

5. Zaključak

Uzme li se u obzir različitost monetarnih okvira i tečajnih režima između središnjih banaka, može se vidjeti kako je veća transparentnost u djelovanju središnjih banaka posebno povezana sa širim prihvaćanjem monetarnog režima ciljanja inflacije. Štoviše, uspon transparentnosti kao poželjne odrednice djelovanja središnjih banaka poklopio se upravo s inauguracijom ciljanja inflacije kao ideala monetarne politike. Ciljanje inflacije i rast transparentnosti rada središnjih banaka slijedila je i veća fleksibilnost tečajeva, između ostaloga i zato što se devizne (tečajne) intervencije smatraju izrazito netransparentnim instrumentom monetarne politike.

Međutim, devizne intervencije sastavni su dio monetarnog i tečajnog režima koji provodi HNB. Tako je stabilnost tečaja iznimno važna za očuvanje stabilnosti cijena kao temeljnog cilja HNB-a, posebice uzme li se u obzir činjenica da je hrvatsko gospodarstvo malo i otvoreno te izrazito visokoeuroizirano. S druge strane, HNB se nikada nije založio za fiksiranje tečaja, što bi također bio vrlo transparentan oblik monetarne politike, nego je ipak ostavio mogućnost da se tečaj postupno prilagođa-

va kretanjima ekonomskih fundamenata. Tako se tečaj najviše određuje na tržištu, uz eventualne intervencije HNB-a u slučaju jačih pritisaka odnosno kolebanja na deviznom tržištu. Isto tako, valja naglasiti da svaka apriorna transparentnost u vezi s tečajnom politikom, ako ne predstavlja čvrstu obvezu čuvanja fiksnog tečaja, olakšava špekulantima napad na tečaj, što u slučaju HNB-a može bitno otežati ostvarivanje ciljeva monetarne politike te imati nepovoljne posljedice za međunarodne pričuve i općenito financijsku stabilnost.

Sveukupno, transparentnost je značajno određena okvirom provođenja monetarne politike i posebice tečajnim režimom. Stoga bitne značajke monetarnog okvira same po sebi mogu činiti pojedine središnje banke više odnosno manje transparentnima. Time što uvažava različite okvire provođenja monetarne politike i tečajne režime, transparentnost je HNB-a oko prosjeka usporedivih zemalja, a glede financijske stabilnosti i znatno iznad prosjeka. Također, od 2010. do 2017. godine HNB je povećao transparentnost svoje monetarne politike.

6. Dodaci

Dodatak I. MMF-ova klasifikacija okvira monetarne politike i tečajnih režima

MMF klasificira *de facto* tečajne režime redovito u godišnjaku *Exchange rate arrangements and exchange rate restrictions* (AREAER). Prema toj klasifikaciji tečajni režimi sadržavaju deset definiranih kategorija koje su grupirane u četiri skupine režima:

- **Fiksni** – odnose se na čvrsto vezivanje valute uz drugu valutu ili košaricu valuta (engl. *hard pegs*) i uključuju tečajne režime bez vlastite valute i valutni odbor.
- **Upravljanje fluktuirajući** – tečajni režimi s umjerenim vezivanjem uz drugu valutu ili košaricu valuta (engl. *soft pegs*), obuhvaćaju pet kategorija: konvencionalni fiksni tečaj, fiksni tečaj unutar horizontalnih granica, stabilizirani tečajni režim, puzajuće vezivanje i režim sličan puzanju.
- **Fluktuirajući** – režimi u kojima se tečaj određuje na tržištu, obuhvaćaju dvije kategorije: fluktuirajući tečaj i slobodno fluktuiranje.
- **Ostali tečajni režimi** – odnose se na sve druge upravljane tečajne režime.

MMF u sklopu navedene publikacije objavljuje i

klasifikaciju okvira monetarne politike koja obuhvaća četiri kategorije:

- **Tečajno sidro** – monetarni okvir u kojem tečaj služi kao nominalno sidro ili operativni cilj monetarne politike.
- **Ciljanje monetarnih agregata** – monetarni okvir u kojem se središnja banka koristi instrumentima da postigne ciljanu stopu rasta nekog monetarnog agregata, kao što je primjerice novčana masa, a taj agregat predstavlja nominalno sidro ili operativni cilj monetarne politike.
- **Ciljanje inflacije** – monetarni okvir koji uključuje objavu numeričkog cilja za inflaciju, uz obvezivanje monetarne vlasti na postizanje tog cilja, obično u srednjoročnom horizontu.
- **Ostali monetarni okviri** – ova kategorija obično uključuje zemlje koje nemaju eksplicitno navedeno nominalno sidro, već prate različite indikatore pri određivanju monetarne politike, te zemlje za koje nisu dostupne relevantne informacije.

Dodatak II. Ocjena i komentar upitnika za transparentnost HNB-a prema metodologiji iz Eijffinger i Geraats (2006.)

	Dincer i Eichengreen (2014.) – ocjena za 2010.	Ocjena autora		Komentar
		2010.	2017.	
Transparentnost monetarne politike				
Postoji li službena objava cilja/ciljeva monetarne politike, s eksplicitnim rangiranjem u slučaju višestrukih ciljeva?	1	1	1	
<ul style="list-style-type: none"> Bez službenog cilja monetarne politike = 0 Višestruki ciljevi bez rangiranja = 0,5 Jedan osnovni cilj monetarne politike ili više jasno rangiranih ciljeva = 1 				
Postoji li kvantifikacija primarnog cilja/ciljeva?	0	0	0	
<ul style="list-style-type: none"> Ne = 0 Da = 1 				
Postoje li eksplicitni ugovori ili drugi slični institucionalni aranžmani između monetarne vlasti i vlade?	1	1	1	
<ul style="list-style-type: none"> Bez zakonskoga institucionalnog aranžmana = 0 Bez eksplicitne nezavisnosti instrumenata = 0,5 Eksplicitna (zakonska) nezavisnost instrumenata ili postojanje ugovora o središnjoj banci = 1 				
Indeks transparentnosti monetarne politike (1)	2	2	2	
Ekonomska transparentnost				
Jesu li osnovni ekonomski podaci bitni za provođenje monetarne politike javno dostupni (novčana masa, inflacija, BDP, stopa nezaposlenosti i iskorištenost kapaciteta)?	0	0,5	1	Svih pet navedenih varijabla javno je dostupno, od čega su neke dostupne i mjesečno. HNB u sklopu redovitih analiza objavljuje cijeli niz makroekonomskih i financijskih varijabla. To uključuje službene statističke tablice, ali i širok skup dodatnih tablica, slika i prezentacija sa serijama podataka koji su od stručnog i javnog interesa. Varijabla o iskorištenosti kapaciteta koju za Hrvatsku objavljuje Europska komisija uz podršku HNB-a 2010. godine nije bila javno dostupna.
<ul style="list-style-type: none"> Tromjesečne serije za najviše 2 varijable = 0 Tromjesečne serije za 3 ili 4 varijable = 0,5 Tromjesečne serije za svih 5 varijabla = 1 				
Objavljuje li središnja banka ekonomske modele korištene za analizu monetarne politike?	0	0	0	S obzirom na činjenicu da se okvir provođenja monetarne politike HNB-a temelji na stabilnosti tečaja, korištenje modela za analizu monetarne politike otežano je u odnosu na monetarni okvir u kojem je glavni instrument kamatna stopa. Ipak, HNB objavljuje istraživačke radove i druge materijale koji opisuju modele razvijene u HNB-u, a koji se koriste pri analizi tekućih kretanja ili za projekcije (primjer je model za brzu procjenu BDP-a, opisan u radu D. Kunovca i B. Špalata: Brza procjena BDP-a upotrebom dostupnih mjesečnih indikatora, HNB I-42, lipanj 2014.).
<ul style="list-style-type: none"> Ne = 0 Da = 1 				
Objavljuje li središnja banka redovito makroekonomske prognoze?	0	0	0,5	Od prosinca 2010. godine HNB dva puta godišnje u Biltenu redovito objavljuje makroekonomske prognoze s komentarom odstupanja od njih. Prognoze se objavljuju za širi skup varijabla nego što je navedeno u pitanju. Od prosinca 2016. promijenjeni su i naziv i sadržaj same publikacije u kojoj HNB objavljuje projekcije, te se ona od tada zove Makroekonomska kretanja i prognoze, a sve s ciljem povećanja vidljivosti i poboljšanja komunikacije prognoza središnje banke. Usto, važno je istaknuti da s obzirom na okvir provođenja monetarne politike HNB-a koji se temelji na stabilnosti tečaja kod ovog pitanja HNB ne može dobiti 1 bod jer se ne može modelirati pretpostavka o promjeni instrumenta monetarne politike (kamatne stope).
<ul style="list-style-type: none"> Bez numeričke projekcije inflacije i <i>outputa</i> = 0 				

<ul style="list-style-type: none"> Objava numeričke projekcije inflacije i/ili <i>outputa</i> rjeđe od svakog tromjesečja = 0,5 Tromjesečna objava numeričke projekcije inflacije i <i>outputa</i> za srednji rok (za jednu ili dvije godine unaprijed), s pretpostavkama o instrumentima monetarne politike (uvjetne ili bezuvjetne projekcije) = 1 				
Indeks ekonomske transparentnosti (2)	0	0,5	1,5	
Proceduralna transparentnost				
Objavljuje li središnja banka jasna pravila ili strategiju koji opisuju okvir monetarne politike?	0	0	1	Od ožujka 2015. godine HNB je bitno redizajnirao i unaprijedio sadržaj službene internetske stranice, koja sada uključuje i strateški opis te objašnjenje cjelokupnog okvira za provođenje monetarne politike, odnosno ciljeva, instrumenata, tečajne politike, važnosti stabilnosti cijena i tečaja itd.
<ul style="list-style-type: none"> Ne = 0 Da = 1 				
Objavljuje li središnja banka cjeloviti izvještaj o raspravi o monetarnoj politici (ili objašnjenje u slučaju jednoga središnjeg bankara) u razumnom roku?	0	0	0	
<ul style="list-style-type: none"> Ne ili s odmakom dužim od 8 tjedana = 0 Da, sveobuhvatni zapisnici (iako ne nužno stenogrami ni s imenovanim diskutantima) = 1 				
Objavljuje li središnja banka kako je donesena svaka odluka o razini glavnoga operativnog instrumenta ili cilja?	0	nije primjenjivo	nije primjenjivo	Za razliku od režima ciljanja inflacije, ishod glasovanja o instrumentima monetarne politike nije relevantan u monetarnom režimu upravljanog tečaja jer se u njemu najčešće koriste devizne intervencije koje se provode diskrecijskom odlukom guvernera, a to vrijedi i za cijeli niz drugih instrumenata monetarne politike kojima se nastoji utjecati na domaće devizno i novčano tržište.
<ul style="list-style-type: none"> Nema objave ishoda glasovanja ili ima, ali s kašnjenjem od više od 8 tjedana = 0 Nema objave pojedinačnih glasova = 0,5 Objava pojedinačnih glasova = 1 				
Indeks proceduralne transparentnosti (3)	0	0	1	
Provedbena transparentnost				
Je li objava odluke o promjeni glavnoga operativnog instrumenta ili razine cilja monetarne politike promptna?	0	1	1	HNB promptno preko priopćenja na mrežnoj stranici izvještava o provedenoj deviznoj intervenciji i drugim operacijama na sam dan provedbe, a katkad se odluke o promjenama instrumenata monetarne politike najavljuju i prije samog početka njihove primjene.
<ul style="list-style-type: none"> Ne objavljuje se ili se objavljuje tek nakon dana provedbe = 0 Da, na dan provedbe = 1 				
Objavljuje li središnja banka objašnjenje uz odluke monetarne politike?	0	0,5	0,5	Ovo pitanje podrazumijeva promjenu instrumenata uz koju je moguća <i>forward looking</i> procjena, dok se devizne intervencije provode ad hoc i u svojoj biti ne mogu nuditi dodatna objašnjenja monetarne politike, osim potvrde da središnja banka nastavlja s politikom održavanja stabilnosti tečaja, ni očekivanja za budućnost. Za pojedine druge instrumente, kao što je bilo uvođenje strukturnih repo operacija 2016. godine, HNB je objavio priopćenja koja su najavila i objasnila motivaciju za uvođenje takvih operacija i njihov očekivani obujam.
<ul style="list-style-type: none"> Ne = 0 Da, ali površno = 0,5 Da, uvijek, uključujući i očekivanja za budućnost = 1 				
Objavljuje li središnja banka budući smjer ili moguće odluke monetarne politike nakon svake sjednice, najmanje tromjesečno?	0	nije primjenjivo	nije primjenjivo	HNB učestalo jasno izvještava o karakteru svoje monetarne politike (kao što se primjerice u zadnjoj publikaciji Makroekonomska kretanja i prognoze iz prosinca 2016. jasno navodi da će monetarna politika ostati ekspanzivna tijekom 2017. godine), no to se tek povremeno spominje u sklopu priopćenja sa sjednice Savjeta HNB-a. S druge strane, usmjerenje monetarne politike na "stabilnost tečaja" redovito je dio priopćenja nakon sjednica Savjeta i jasno se prenosi svim drugim kanalima (intervjui, prezentacije, tekuće analize itd.). Naposljetku, valja napomenuti da, s obzirom na postojeći okvir monetarne politike, ne može najavljivati kada i koliko bi se tečaj mogao promijeniti u budućnosti.
<ul style="list-style-type: none"> Ne = 0 Da = 1 				
Indeks provedbene transparentnosti (4)	0	1,5	1,5	

Operativna transparentnost				
<p>Postoji li redovita procjena u kojoj su mjeri ostvareni operativni ciljevi monetarne politike (ako ih ima)?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ne ili rijetko (rjeđe od jednom godišnje) = 0 • Da, ali bez objašnjenja značajnih odstupanja = 0,5 • Da, uključujući i objašnjenja značajnih odstupanja od cilja (ako postoji) ili (gotovo) potpuna kontrola nad glavnim operativnim instrumentom /ciljem = 1 	0	nije primjenjivo	nije primjenjivo	Nije primjenjivo na način na koji je pitanje formulirano jer HNB održava relativnu stabilnost tečaja, što znači da tečaj ipak fluktuiru na tržištu, a HNB sprečava njegove prekomjerne oscilacije. U takvom režimu ne postoji eksplicitna granica ili ciljana razina na temelju koje bi se moglo precizno evaluirati ostvarenje operativnog cilja monetarne politike.
<p>Pružila li središnja banka redovite informacije o (nepredviđenim) makroekonomskim poremećajima koji utječu na transmisiju monetarne politike?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ne ili rijetko = 0 • Da, samo kroz kratkoročne projekcije ili analize tekućih makroekonomskih kretanja (barem tromjesečno) = 0,5 • Da, uključujući obrazloženje projekcijskih odstupanja (barem jednom godišnje) = 1 	0	0,5	1	HNB redovito (mjesečno) objavljuje analize tekućih makroekonomskih i financijskih kretanja, a dva puta godišnje (od kraja 2010.) objavljuje i publikaciju s prognozama i komentarom odstupanja projekcija od prethodnih očekivanja. Publikacije sadržavaju i cijeli niz analitičkih i istraživačkih okvira koji se među ostalim bave i makroekonomskim poremećajima te pokrivaju teme relevantne za provođenje monetarne politike. Redovito se objavljuju i prezentacije rukovodstva HNB-a koje također obuhvaćaju stručne rasprave o temama iz područja relevantnih za HNB.
<p>Objavljuje li središnja banka redovitu ocjenu ishoda monetarne politike u svjetlu makroekonomskih ciljeva?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ne ili rijetko (rjeđe od jednom godišnje) = 0 • Da, ali površno = 0,5 • Da, uključujući i obrazloženje doprinosa monetarne politike ostvarenju ciljeva = 1 	0,5	0,5	0,5	
Indeks operativne transparentnosti (5)	0,5	1	1,5	
Ukupan indeks transparentnosti (1+2+3+4+5)	2,5	5,0	7,5	

Dodatak III. Rezultati upitnika iz Dincer i Eichengreen (2014.) po okvirima monetarne politike i tečajnim režimima s usporedbom za Hrvatsku

Transparentnost monetarne politike

	Tečajni režimi			Ostali tečajni režimi	Ukupno	Hrvatska
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući			
Tečajno sidro	2,70	1,65		1,88	1,78	2,00
Ciljanje monetarnih agregata		2,06	2,33	1,83	2,15	
Ciljanje inflacije		3,00	2,83		2,83	
Ostali monetarni okviri		1,50	1,92	1,83	1,82	
Ukupno	2,70	1,74	2,60	1,85	2,14	

Ekonomska transparentnost

Monetarni okviri	Tečajni režimi			Ostali tečajni režimi	Ukupno	Hrvatska
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući			
Tečajno sidro	0,90	0,54		0,50	0,57	0,00
Ciljanje monetarnih agregata		0,44	0,33	0,33	0,38	
Ciljanje inflacije		1,50	1,90		1,88	
Ostali monetarni okviri		0,75	2,08	1,00	1,55	
Ukupno	0,90	0,55	1,60	0,60	0,99	

Proceduralna transparentnost

Monetarni okviri	Tečajni režimi			Ostali tečajni režimi	Ukupno	Hrvatska
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući			
Tečajno sidro	1,00	0,65		0,50	0,67	0,00
Ciljanje monetarnih agregata		0,69	0,56	0,33	0,58	
Ciljanje inflacije		1,00	1,67		1,65	
Ostali monetarni okviri		1,00	1,58	0,67	1,23	
Ukupno	1,00	0,68	1,43	0,50	0,98	

Provedbena transparentnost

Monetarni okviri	Tečajni režimi			Ostali tečajni režimi	Ukupno	Hrvatska
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući			
Tečajno sidro	0,00	0,44		0,00	0,35	0,00
Ciljanje monetarnih agregata		0,56	0,28	0,50	0,43	
Ciljanje inflacije		1,50	1,62		1,62	
Ostali monetarni okviri		0,75	1,33	0,50	1,00	
Ukupno	0,00	0,49	1,31	0,30	0,78	

Operativna transparentnost

Monetarni okviri	Tečajni režimi			Ostali tečajni režimi	Ukupno	Hrvatska
	Fiksni	Upravljanje fluktuirajući	Fluktuirajući			
Tečajno sidro	0,90	0,45		0,13	0,47	0,50
Ciljanje monetarnih agregata		0,75	0,39	0,33	0,53	
Ciljanje inflacije		2,00	1,26		1,28	
Ostali monetarni okviri		0,25	1,08	0,83	0,86	
Ukupno	0,90	0,52	1,06	0,40	0,74	

Napomena: Podacima je prikazan običan prosjek indeksa za zemlje s navedenim tečajnim režimom i monetarnim okvirom. Bijelom bojom označena je skupina kojoj pripada Hrvatska.

Literatura

- Bernanke, B. S. (2010.): *Central Bank Independence, Transparency, and Accountability*, izlaganje na konferenciji Međunarodnog instituta za monetarna i ekonomska istraživanja, Bank of Japan, Tokyo
- Bhundia, A. i Stone, M. R. (2004.): *A New Taxonomy of Monetary Regimes*, IMF working paper WP 04/191
- Bleaney, M., Tian, M. i Yin, L. (2015.): *De Facto Exchange Rate Regime Classifications Are Better Than You Think*, The University of Nottingham Disc. Paper <http://www.nottingham.ac.uk/economics/documents/discussion-papers/SDP15-01.pdf>
- Blinder, A. S. (2004.): *Through the Looking Glass: Central Bank Transparency*, Yale
- Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J. i Jansen, D.-J. (2008.): *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*, *Journal of Economic Literature*, 46(4), str. 910 – 945
- Crowe, C. i Meade, E. E. (2008.): *Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*, *European Journal of Political Economy*, 24(4), str. 763 – 777, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0176268008000463>
- Dincer, N. N. i Eichengreen, B. (2007.): *Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effects?*, NBER Working Paper Series 13003, preuzeto s <http://www.nber.org/papers/w13003.pdf>
- Dincer, N. N. i Eichengreen, B. (2009.): *Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates*, NBER Working Paper 14791, preuzeto s <http://www.nber.org/papers/w14791.pdf>
- Dincer, N. N. i Eichengreen, B. (2014.): *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*, *International Journal of Central Banking*, 10(1), str. 189 – 253., <http://www.ijcb.org/journal/ijcb14q1a6.pdf>
- Eijffinger, S. C. i Geraats, P. M. (2006.): *How Transparent are Central Banks?*, *European Journal of Political Economy*, 22(1), str. 1 – 21, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0176268005000868>
- Friedman, B. M. (2005.): *Central Bank Transparency and the Signal Value of Prices: Comment*, *Brookings Papers on Economic Activity*(2), str. 44 – 51, <http://www.brookings.edu/about/projects/bpea/past-editions>
- Geraats, P. M. (2002.): *Central Bank Transparency*, *Economic Journal*, 112(483), str. 532 – 565, <http://onlinelibrary.wiley.com/wol1/doi/10.1111/1468-0297.00082/full>
- Horváth, R. i Vaško, D. (2016.): *Central Bank Transparency and Financial Stability*, *Journal of Financial Stability*, 22, str. 45 – 56, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308915001394>
- IMF (2008. – 2015.), AREAER 2008. – 2015. <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>
- Mishkin, F. S. (2004.): *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 10829 <http://www.nber.org/papers/w10829.pdf>
- Naszodi, A., Csavas C., Erhart, S. i Felcser, D. (2016.): *Which Aspects of Central Bank Transparency Matter? A Comprehensive Analysis of the Effect of Transparency on Survey Forecasts*, *International Journal of Central Banking*, 12(4): str. 147 – 192, <http://www.ijcb.org/journal/ijcb16q4a4.htm>
- Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2004.): *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, *Quarterly Journal of Economics*, 119(1), str. 1 – 48, <http://qje.oxfordjournals.org/content/by/year>
- Siklos, P. L. (2011.): *Central Bank Transparency: Another Look*, *Applied Economics Letters*, 18(10 – 12), str. 929 – 933, <http://www.tandfonline.com/loi/rael20>
- Šošić, V. (2017.): HNB može biti uzor transparentnosti i za neke u razvijenim zemljama, mimeo

Literatura iz Okvira 1.

- Hansen, S., McMahon, M. i Prat, A. (2014.): *Transparency and Deliberation within the FOMC: a Computational Linguistics Approach*, CEP Discussion Paper 1276, http://www.cepr.org/sites/default/files/events/papers/1822_McMAHON%20-%20Transparency%20and%20Deliberation%20within%20the%20FOMC.pdf
- Mishkin, F. S. (2004.): *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 10829 <http://www.nber.org/papers/w10829.pdf>
- Prat, A. (2005.): *The Wrong Kind of Transparency*, American Economic Review, 95(3), str. 862 – 877, <http://www.aeaweb.org/aer/>
- Van Der Cruysen, C. A. B., Eijffinger, S. C. W. i Hogduin, L. H. (2010.): *Optimal Central Bank Transparency*, Journal of International Money and Finance, 29(8), str. 1482 – 1507, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560610000823>

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	Studenj 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	Studenj 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

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)