

Mr. sc. Tomislav Ćorić
Dajana Cvrlje, dipl. oec.

MJERENJE NEZAVISNOSTI SREDIŠNJE BANKE

MEASURING CENTRAL BANK INDEPENDENCE

SAŽETAK: Trend rastuće nezavisnosti središnje banke prisutan je u većini modernih ekonomija tijekom posljednjih dvadeset godina. Smatra se da je nezavisna središnja banka vjerodostojnija, što joj omogućava lakše donošenje odluka i vođenje monetarne politike. Unatoč proklamiranoj nezavisnosti većine banaka, njihova stvarna nezavisnost je manja budući da države obično imaju određeni utjecaj na djelovanje središnjih banaka. Empirijska istraživanja o odnosu između nezavisnosti središnje banke i ekonomskih varijabli sugeriraju negativan odnos na relaciji nezavisnosti središnje banke - inflacija. Čvrsti dokazi o utjecaju nezavisnosti središnje banke na ostale makroekonomske varijable do sada nisu pronađeni. Analiza nezavisnosti Hrvatske narodne banke u ovom radu provedena je korištenjem 4 različite metode:; 1) procjenom temeljenom na stopi izmjene guvernera središnje banke (TOR), 2) kriterijem Petursson G. Thorarinna, te dvama mjerama zakonske nezavisnosti središnje banke, indeksima 3) LVAW i 4) QVAW. Rezultati istraživanja potvrđuju visok stupanj nezavisnosti središnje banke u Hrvatskoj.

KLJUČNE RIJEČI: *monetarna politika, nezavisnost središnje banke, inflacija.*

ABSTRACT: The trend towards an increasing role of the central bank's independence is present in most of the developing economies over the past twenty years. It is believed that an independent central bank is more credible, which enables better decision making process and implementation of monetary policy. Furthermore, an independent central bank is less exposed to the inflationary pressures, and is aware of the costs of inflation caused by a too-expansive monetary policy. In order to achieve the main objective, price stability, it is very important that the central bank is connected with the government as little as possible. Despite the proclaimed independence of most central banks, their actual independence is much lower, because the state (government) generally has certain influence on the activity of central banks.

Empirical research on the relationship between central bank independence and economic variables suggests a negative relationship between the independence of the central bank and inflation. Conclusive evidence on the impact of the central bank's independence on other macroeconomic variables has not been found.

The analysis of the independence of Croatian National Bank in this paper was conducted using 4 different methods; 1) estimates based on the turnover rate of central bank governors (TOR), 2) Thorarinna G. Petursson criterion, and two measures of legal independence of

central banks, indexes 3) LVAW and 4) QVAW. The obtained results confirm a high degree of independence of the central bank in Croatia.

KEY WORDS: *monetary policy, central bank's independence, inflation.*

1. UVOD

Nezavisnost središnje banke preduvjet je njezina učinkovitog djelovanja. Smatra se da s porastom nezavisnosti raste i vjerodostojnost središnje banke te da viši stupanj nezavisnosti olakšava identificiranje signala i problema s financijskih tržišta. Nadalje, pretpostavka je da je neovisna središnja banka manje izložena inflatornim pritiscima, te da je svjesnija inflacijskih troškova ekspanzivne monetarne politike. Nezavisnost središnjih banaka potencirana je određenim političkim i gospodarskim čimbenicima; slomom bivšeg socijalističkog sustava, dobrim rezultatima njemačke Bundesbanke koja je imala visok stupanj nezavisnosti; nužnim povećanjem nezavisnosti središnjih banaka kao preduvjetom za ulazak u europsku ekonomsku i monetarnu uniju. Nezavisnost središnje banke nametnula se sama po sebi u praksi tranzicijskih zemalja - bivše socijalističke zemlje u nastojanju da primijene i usvoje pravila slobodnog tržišta, najčešće su kopirale prakse zapadnoeuropskih zemalja. Sličan trend odvijao se i u središnjem bankarstvu. /20/

Rad se sastoji od pet dijelova. Nakon uvoda, drugi dio rada bavi se teorijskim konceptom nezavisnosti, njezinom složenosti i važnošću za moderne ekonomije. U trećem dijelu prikazana su dosadašnja empirijska istraživanja i rezultati mjerenja utjecaja nezavisnosti na ekonomske varijable. Četvrti dio rada podijeljen je u dvije podcjeline: u prvoj su dane metodološke napomene te je opisan pravni okvir kao osnova nezavisnosti HNB¹-a; u drugoj su predstavljeni rezultati mjerenja nezavisnosti HNB-a. Posljednji, peti dio rada, predstavlja zaključak.

2. DEFINICIJA I KONCEPTI POIMANJA NEZAVISNOSTI

Nezavisnost središnje banke različito je definirana od različitih autora. Većina tih definicija proizlazi iz osobnih poimanja koncepta „nezavisnosti“. Najranije poimanje nezavisnosti emisijske banke nudi Ricardo u svojoj knjizi „Plan for the Establishment of a national Bank“ (1824.): „Prisutno je uvjerenje da državi ne može biti povjereno pravo izdavanja papirnog novca jer će se takvo pravo vrlo vjerojatno zlorabiti. I ja priznajem da bi bilo vrlo opasno kada bi ministri bili ovlašteni kreirati novac. Zato predlažem da se takve ovlasti daju članovima povjerenstva koje bi bilo izabrano glasovima jednog ili oba doma parlamenta. Također, predlažem da svaka komunikacija između članova komisije i ministara bude spriječena. Komisija nikada ne bi smjela, bez obzira na razloge, posuditi novac državi ili na bilo koji način dopustiti državi da na nju utječe ili ju kontrolira. Ukoliko država treba novac, ona je dužna prikupiti ga na legitiman način: od poreza, izdavanjem obveznica ili posudbom od drugih banaka. U svakom slučaju, državi ne bi smjelo dopustiti da posuđuje novac od onih koji ga izdaju“. /33/ Kasnije definicije samo su različite interpretacije Ricardove ideje.

Walsh /56/ drži da je nezavisnost središnje banke moguće uspostaviti jedino ako se dužnosnici koji sudjeluju u provedbi monetarne politike u potpunosti zaštite od bilo kakvog

¹ HNB – Hrvatska narodna banka.

političkog ili državnog utjecaja. Njezina kompleksnost, kao i različite definicije nezavisnosti, te složenost odnosa između središnje banke i države, utjecali su na razvoj različitih aspekata nezavisnosti tijekom vremena.

Načelno, nezavisnost se može podijeliti na nezavisnost u izboru cilja i nezavisnost u izboru instrumenata. Nezavisnost u izboru ciljeva odnosi se na mogućnost središnje banke da bez uplitanja vlade određuje ciljeve svog djelovanja. Nezavisnost u izboru instrumenata, s druge strane, zahtijeva potpunu slobodu pri odabiru instrumenata koji se koriste za postizanje ciljeva. Ovu podjelu prihvatio je niz autora tijekom devedesetih godina prošlog stoljeća (vidjeti Grilli i suradnici /38/, Debelle i Fischer /27/, Fraser /33/, Fischer /32/, Briault i suradnici /9/ te Amtenbrink i suradnici /5/).

Debelle i Fischer /27/ te Fischer /32/ ističu da je nezavisnost središnje banke prije svega određena njezinom ekonomskom nezavisnošću, dok političkoj nezavisnosti (nezavisnosti u izboru ciljeva) pridaju sekundaran značaj. Odsutnost eksplicitno formuliranih ciljeva ostavlja središnjim bankama vrlo širok manevarski prostor, gdje su potpuno samostalne u postavljanju konačnih ciljeva i mogu odrediti svoje prioritete, ovisno o situaciji. Primjer banke s obje vrste nezavisnosti je američki FED. Iako su zakonski određeni, ciljevi FED-a nejasno su definirani, što im omogućava potpunu samostalnost u vođenju monetarne politike. /56/

Nešto kompleksnije viđenje nezavisnosti nudi Cukierman /16/, koji razlikuje četiri njezine komponente. Prva komponenta odnosi se na mogućnosti i uvjete imenovanja i razrješenja guvernera i ostalih članova banke. Druga komponenta odnosi se na sposobnost središnje banke da samostalno definira ciljeve monetarne politike, kao i na razinu njenoga autoriteta u procesu donošenja odluka. Treća komponenta istražuje u kojoj mjeri središnja banka definira stabilnost cijena kao svoj glavni cilj. Na kraju, četvrta komponenta nezavisnosti odnosi se na kreditne odnose središnje banke i ostalih sektora, prije svega države. Cukierman također počinje s mjerenjem stope izmjene guvernera središnje banke (engl. turnover rate of governors (TOR)), koju navodi kao "pravu" mjeru nezavisnosti. Siklos /52/ koristi ovaj indeks kao osnovu za razvijanje vlastitih indeksa i mjerenje nezavisnosti središnjih banaka odabranih tranzicijskih zemalja.

Pored nezavisnosti u kreiranju politike te nezavisnosti u izboru ciljeva i instrumenata, Eijffinger i Haan /29/ razlikuju još dvije razine nezavisnosti; individualnu (osobnu) i financijsku. Individualna nezavisnost odnosi se na mogućnost države da utječe na odabir zaposlenika banke. Autori smatraju da nije moguće u potpunosti eliminirati utjecaj države u tom kontekstu. Prema njima, rješenje može biti prisutnost državnih službenika u odborima koji zapošljavaju službenike banke. Financijska nezavisnost podrazumijeva odsustvo bilo kakvog kreditnog odnosa između središnje banke i države. Konačnu i najsloženiju razradu fenomena "nezavisnosti" nude stručnjaci ECB²-a izdvajajući pet razina nezavisnosti kao preduvjeta za optimalno provođenje monetarne politike; 1) institucionalna nezavisnost, 2) zakonska nezavisnost, 3) osobna nezavisnost, 4) funkcionalna i operativna nezavisnost te 5) organizacijska i financijska nezavisnost.³ /51/ Navedeni oblici imaju pravnu osnovu u Ugovoru o Europskoj zajednici te kasnijim sporazumima u okviru ekonomske i monetarne unije.

² ECB – eng. European central bank.

³ Tipovi nezavisnosti pojašnjeni su u okviru publikacije „The European Central Bank - History, role and functions“, (2004.), Frankfurt am Main.

2.1. Važnost nezavisnosti

Tijekom 1970.-ih i u prvoj polovini 1980. većina razvijenih zemalja prolazila je kroz razdoblja kontinuirane inflacije. Javnost je željela znati zašto. Prihvatljivo objašnjenje došlo je od Barroa i Gordona /7/ koji su uzroke visokih stopa inflacije pronašli u mjerama monetarne politike. Njihova je teza bila da su visoke stope inflacije rezultat previsoko postavljenih ciljeva od strane središnjih banaka, kao što su rast BDP-a i pad nezaposlenosti, što je rezultiralo unutarnjom i vanjskom neravnotežom. Pod utjecajem racionalnih očekivanja, reakcija javnosti bila je u skladu s ekspanzivnom monetarnom politikom. Posljedice pregrijanog gospodarstva bile su visoke stope inflacije s nedovoljnim rastom realnog dohotka. Uzrok tako visoke inflacije zahtijevao je nova objašnjenja, posebice ona vezana za motive središnje banke da, pod određenim okolnostima, stabilnost cijena podredi gospodarskom rastu i nereálnim makroekonomskim ciljevima. Ispostavilo se da su uzroci nekonzistentne monetarne politike neekonomske prirode te da je ponašanje središnjih banaka motivirano političkim utjecajem. Vladajuće političke partije, u borbi za glasove i nove mandate, dominantno su orijentirane na kratkoročne pozitivne ekonomske učinke. Ekspanzivna monetarna politika nameće se kao savršeno rješenje, pri čemu se zanemaruju njezini dugoročni učinci. Zbog svega gore navedenog, kao rješenje problema i osiguranje konzistentnosti nametnulo se povećanje nezavisnosti nositelja monetarne politike. Iako je trend povećane nezavisnosti središnjih banaka u početku bio povezan isključivo s tendencijom smanjenja inflacije, s vremenom su ga počeli uvjetovati i neki drugi čimbenici. Cukierman /20/ smatra da je trend uvjetovan: a) globalnim, i b) regionalnim čimbenicima. Među globalnim čimbenicima autor razlikuje sklonost smanjenju inflacije i faktor globalizacije. Naime, liberalizacija svih segmenta gospodarstva, posebice tokova kapitala i širenje tržišta kapitala, povećali su potrebu za stabilnim makroekonomskim uvjetima. Visok stupanj nezavisnosti i fokus na očuvanje stabilnosti cijena dodatno ulijevaju povjerenje domaćim i stranim investitorima. Pored toga, Cukierman se poziva i na stajališta MMF-a koji već dugi niz godina podržava visoku nezavisnost središnjih banaka, navodeći je jednim od osnovnih uvjeta za zemlje u čijim reformama sudjeluje. Među regionalnim motivima za povećanje nezavisnosti nalaze se, na prvome mjestu, raspad sustava za očuvanje nominalne stabilnosti poput Europskog Monetarnog Sustava i Bretton Wood sustava, koji su doveli do potrebe za pronalaskom alternativnih institucija; na drugome mjestu, dobre povratne informacije visoko nezavisnih banaka poput Bundesbanke o utjecaju nezavisnosti na osiguranje nominalne stabilnosti. Nadalje, među regionalnim motivima nalazi se i činjenica da je Europska ekonomska zajednica (EEZ) u svojim dokumentima sugerirala na povećanje nezavisnosti središnjih banaka kako bi se zadovoljili kriteriji Maastrichtskog sporazuma, kao preduvjet za članstvo u Europskoj monetarnoj uniji (EMU). Činjenica da je takva klauzula dio sporazuma, ponajviše je povezana s utjecajem uspješne Bundesbanke i vodećom ulogom Njemačke unutar Zajednice. Četvrti regionalni razlog povećane važnosti nezavisnosti središnjih banaka jest činjenica da su, nakon uspješne stabilizacije inflacije, posebice u Južnoj Americi, tvorci politike tražili institucionalna rješenja za smanjenje mogućnosti ponovne pojave visoke inflacije. Povrh toga, nadogradnja nezavisnosti i pozitivne prakse zapadnih zemalja stimulirale su bivše planske ekonomije da kreiraju sličan institucionalni okvir, potreban za redovno funkcioniranje tržišne ekonomije.

3. DOSADAŠNJA EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA

Razvojem koncepta nezavisnosti središnje banke otvoren je ogroman potencijal za istraživanje ovog područja. Krajem osamdesetih i u prvoj polovini devedesetih velik broj istraživanja bavio se odnosom nezavisnosti i odabranih makroekonomskih varijabli. Glavni predmet istraživanja bio je prije svega utjecaj nezavisnosti na razinu inflacije, odnosno na varijabilnost inflacije. Pored toga istraživani su utjecaj nezavisnosti na rast BDP-a i njegovu varijabilnost, troškove dezinflacije, kamatne stope i druge varijable (vidjeti tablicu 1.).

Pioniri u ovom području su Bade i Parkin koji su proveli prva empirijska istraživanja nezavisnosti središnje banke. Istraživanje su proveli na uzorku 12 industrijskih zemalja u razdoblju od 1951. do 1975. godine. Mjerali su nezavisnost koristeći sljedeće kriterije: primarni cilj središnje banke prema zakonu o središnjim bankama i stupanj izloženosti središnje banke utjecaju vlade (mogućnost vlade da sudjeluje u izboru članova vijeća guvernera, zastupljenost članova vlade u redovima vijeća guvernera, pitanje autoriteta koji kontrolira monetarnu politiku). U svojem istraživanju, te u kasnijim istraživanjima potvrdili su inverzni odnos nezavisnosti i inflacije, dok uzročno-posljedičnu vezu između razine nezavisnosti i varijabilnosti inflacije nisu potvrdili. /6/

Alesina /1/ i /2/ u svojem istraživanju uključuje monetarna financijska pravila, na taj način proširujući indeks nezavisnosti Badea i Parkina, koji je sada uključivao i obvezu središnje banke o kupnji kratkoročnih trezorskih zapisa. Autor ispituje kako razina autonomije središnje banke utječe na jačinu političkog utjecaja u monetarnoj politici i gospodarstvu. U svojem radu dolazi do zaključka da nezavisna središnja banka može utjecati na smanjenje fluktuacija u monetarnoj politici do kojih dolazi tijekom izbornih ciklusa. /1/

Kasnija istraživanja Alesine i Summersa /3/, De Haana i Siermanna /23/ Posena /48/ i /49/ Cukiermana i suradnika /16/, Grillija i suradnika /37/, Frattinija i Huanga /35/, Eijffingera i Schalinga /28/, Lounganija i Sheetsa /43/, Gutierrez /39/, Panagiotidisa i Triampelle /45/, Bruma /10/, te Meadea i Crowea /14/, okončana su sličnim rezultatima; utvrđivanjem negativne korelacije između nezavisnosti i inflacije. Nasuprot tome, Cargill /12/, de Haan i Siermann /23/, Eijffinger i Van Kuelen /30/ te Ismihan /41/, nisu pronašli nikakve dokaze o statistički značajnom utjecaju nezavisnosti na inflaciju i njenu varijabilnost. Važnost istraživanja Eijffingera i Van Kuelena /30/ dobiva na značaju činjenicom da su u mjerenjima nezavisnosti korištena ukupno četiri indeksa (AL, BP, ES, i GMT).

Cukierman i suradnici /15/ kao i Cukierman /18/, nezavisnost i inflaciju dovode u vezu na sljedeći način: "Među industrijskim zemljama zakonska nezavisnost središnje banke negativno je korelirana s inflacijom, dok uzročno posljedična veza između stope izmjene guvernera (TOR) i inflacije nije utvrđena. Nasuprot tome, kod zemalja u razvoju, indeks nezavisnosti središnje banke nije koreliran s inflacijom, dok je između stope izmjene guvernera i inflacije potvrđena snažna negativna veza." Tijekom devedesetih godina raste broj istraživanja, ali i broj varijabli koje autori pokušavaju dovesti u uzročno posljedičnu vezu s nezavisnošću središnje banke.

Cukierman i Webb /19/ povećavaju broj zavisnih varijabli u svojim istraživanjima. Istraživanja Cukiermana i Webba /19/ ponudila su novi aspekt procjene nezavisnosti središnje banke. Pored stope izmjene guvernera središnje banke, autori svoje pokazatelje nezavisnosti temelje na političkoj ranjivosti središnje banke. Istraživanje provedeno na uzorku 64

zemlje potvrdilo je pozitivan utjecaj stope povrata guvernera i političke ranjivosti središnje banke na inflaciju te njenu varijabilnost. Za razliku od ranijih istraživanja, iako statistički gotovo beznačajan, utjecaj stope povrata guvernera središnje banke na rast BDP-a pokazao se pozitivnim. Statistički značaj utjecaja političke ranjivosti na rast BDP-a potvrđen je kada su zemlje s iznimno visokim gospodarskim rastom (Brazil, Južna Koreja i Bocvana) uklonjene iz uzorka. Nadalje, Cukierman i Webb /19/ proučavaju utjecaj nezavisnosti na kamatne stope na depozite. Rezultati potvrđuju značajan utjecaj političke ranjivosti središnje banke i stope izmjene guvernera na varijabilnost *ex post* realne kamatne stope, što potvrđuje tezu o višoj varijabilnosti *ex post* stvarne kamatne stope u zemljama s nižom razinom nezavisnosti.

Alesina i Summers otišli su najdalje u analizi učinaka nezavisnosti na ekonomske varijable. Njihovo istraživanje potvrđuje gotovo savršenu negativnu korelaciju između nezavisnosti i inflacije te, kao posljedicu, jaku negativnu korelaciju između nezavisnosti i varijabilnosti inflacije. Osim toga, ovim istraživanjem potvrđena je odsutnost bilo kakvog utjecaja nezavisnosti na druge makroekonomske varijable: BNP, BNP po stanovniku, nezaposlenost i kamatne stope. Ovi rezultati podržavaju teorijski koncept o neutralnom utjecaju novca na gospodarska kretanja. /3/

Tablica 1. Empirijska istraživanja utjecaja nezavisnosti središnje banke na makroekonomske varijable

ZAVISNA VARIJABLA	ISTRAŽIVANJA UTJECAJA NEZAVISNOSTI NA ZAVISNU EKONOMSKU VARIJABLU
Inflacija	Alesina (1988.); Bade i Parkin (1988.); Alesina (1989.); Grilli i sur. (1991.); Cukierman i sur. (1992.); De Haan i Sturm (1992.); Alesina i Summers (1993.); Eijffinger i Schaling (1993.); Havrilesky i Granato (1993.); Posen (1993.); Posen (1995.); De Haan i Eijffinger (1994.); De Haan i Siermann (1994.); Fratianni i Huang (1994.); Al Marhubi i Willet (1995.); Cargill (1995.); Cukierman i Webb (1995.); Debelle i Fischer (1995.); De Haan (1995.); Eijffinger i Van Kuelen (1995.); Loungani i Sheets (1995.); Bleaney (1996.); Fuhrer (1997.); Campillo i Mirno (1997.); Temple (1998.); De Haan i Kooi (2000.); De Haan i Sturm (2001.); Ismihan (2003.); Gutierrez (2003.); Ismihan i Ozkan (2004.); Panagiotidis i Triampella (2005.); Brumm (2006.); Meade i Crowea (2008.)
Varijabilnost inflacije	Bade i Parkin (1977.); Alesina (1988.); Bade i Parkin (1988.); Alesina i Summers (1993.); Eijffinger i Schaling (1993.); De Haan i Eijffinger (1994.); Fratianni i Huang (1994.); Cukierman i Webb (1995.); De Haan (1995.); Eijffinger i Van Kuelen (1995.); De Haan i Kooi (2000.)
Troškovi dezinflacije	De Haan i sur. (1993.); Gartner (1995.); Walsh (1995.); Posen (1998.)
Kamatne stope	Alesina i Summers (1993.); Cukierman i sur. (1993.); Cukierman i Webb (1995.)

ZAVISNA VARIJABLA	ISTRAŽIVANJA UTJECAJA NEZAVISNOSTI NA ZAVISNU EKONOMSKU VARIJABLU
BDP	De Haan i Sturm (1992.); De Long i Summers (1992.); Alesina i Summers (1993.); Campillo i Mirno (1997.); Meade i Crowea (2008.)
Proizvodnja	Grilli i sur. (1991.); Cukierman i sur. (1993.); Eijffinger i Schaling (1993.); De Haan i Eijffinger (1994.); Fratianni i Huang (1994.); Cukierman i Webb (1995.); Crosby (1998.); Mangano (1998.); De Haan i Kooi (2000.)
Budžetski deficit	Grilli i sur. (1991.); De Haan i Sturm (1992.); Pollard (1993.); De Haan i Sikken (1998.);
Nezaposlenost	Alesina i Summers (1993.); Bleaney (1996.);
Krediti SB javnom sektoru	Cukierman i sur. (1992.); De Haan i Sturm (1992.)

Izvor: Autori, na temelju /21/.

Istraživanja o utjecaju nezavisnosti na gospodarstvo nisu usredotočena samo na spomenute varijable. Grilli i suradnici /39/ ispituju utjecaj nezavisnosti na proračunski deficit. Iako ovo istraživanje potvrđuje negativnu vezu među varijablama, pouzdanost relacije ostala je upitna zbog činjenice da odnos nije statistički značajan. De Haan i Sturm /22/ kao i Pollard /47/ došli su do sličnih rezultata. Oni istražuju utjecaj nezavisnosti na kreditnu aktivnost središnje banke i proračunski deficit. Samo su uporabom GMT indeksa postignuti statistički relevantni rezultati, dok to nije bio slučaj kod ostala dva indeksa (AL, ES). De Haan i Kooi /22/ i De Haan i Sturm /25/ drže utjecaj nezavisnosti na druge varijable upitnim jer se ispostavilo da je u njihovim regresijskim jednadžbama nezavisna varijabla „nezavisnost“ statistički irelevantna. U oba slučaja, statistički značajna vrijednost indeksa stope izmjene guvernera postignuta je povećanjem uzorka na zemlje s visokim stopama inflacije.

Ismihan i Ozkan /42/ ne samo da poriču pozitivne učinke nezavisnosti, već joj, u određenim okolnostima, pripisuju krajnje negativne posljedice. U gospodarstvima s visokom produktivnošću državnih ulaganja, sklonima financiranju deficitom, nezavisnost središnje banke kratkoročno ima pozitivan učinak. Naime, u kratkome roku dolazi do smanjenja inflacije, dok je njegov dugoročni utjecaj na stabilnost cijena negativan. Autori opravdavaju svoju tezu činjenicom da niska stopa inflacije, stimulirana visokom nezavisnošću središnje banke, smanjuje državne investicije, što dovodi do pada produktivnosti u gospodarstvu, kao i do slabije mogućnosti utjecaja na inflaciju u budućnosti. /42/

Brum /10/ rezultate Ismihana i Ozkana smatra posljedicom pogreške u izračunu. Koristeći se analizom strukture varijance i istim podacima, njegovi rezultati naglašavaju snažan negativan odnos između nezavisnosti središnje banke i inflacije.

4. NEZAVISNOST HRVATSKE NARODNE BANKE

4.1. Pravni okvir nezavisnosti Hrvatske narodne banke

Nezavisnost HNB-a afirmirana je u posljednjih desetak godina, prije svega Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci (u daljnjem tekstu Zakon) iz 2002. čijim izglasavanjem je postignuta snažna regulativna potpora nezavisnosti i izdvajanju središnje banke u nezavisnu instituciju.

U Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci, članak 2. (10, 11)) stoji: „(10) Pri ostvarivanju svojeg cilja i u izvršavanju svojih zadataka Hrvatska narodna banka i članovi njezinih tijela neovisni su pri donošenju i provođenju svojih odluka koje se temelje na ovom Zakonu. Hrvatska narodna banka i članovi njezinih tijela ne traže niti su vezani uz upute Republike Hrvatske, njezinih institucija ili tijela, odnosno članova tih tijela ili drugih osoba; (11) Republika Hrvatska, njezine institucije ili tijela, članovi tih tijela ili druge osobe ne smiju utjecati na neovisnost Hrvatske narodne banke, donošenje i provedbu odluka Hrvatske narodne banke i njezinih tijela, niti smiju odobravati, poništavati, odgađati, ukidati ili na bilo koji drugi način utjecati na bilo koju odluku Hrvatske narodne banke u djelokrugu iz njezine nadležnosti.“

Kada je riječ o funkcionalnoj nezavisnosti, ispituje se stupanj nezavisnosti u izboru ciljeva monetarne politike. Sukladno članku 3. (1, 2) cilj HNB-a je održavanje stabilnosti cijena te, bez ugrožavanja primarnog cilja, podupiranje gospodarske politike RH i djelovanje u skladu s načelima otvorenoga tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije.

Kod ispitivanja institucionalne nezavisnosti fokus je na slobodi odabira instrumenata monetarne politike, njihovoj definiciji i implementaciji. U Zakonu (članak 2. (2, 10, 11)) stoji da je HNB neovisna prilikom donošenja i provedbe svojih odluka, kao i da nije ovisna o uputama Hrvatske vlade, tijelima koja predstavljaju EU ili uputama trećih osoba. U ostvarivanju ciljeva, ali bez ugrožavanja svog glavnog cilja i zadataka, HNB-u je dopušteno surađivati s vladom i drugim vladinim tijelima. Vlada dostavlja HNB-u sve prijedloge i izvješća u svezi s ciljevima, poslovanjem i zadacima HNB-a. Osim toga, prema članku 39. (1, 2) Zakona, vlada također HNB-u dostavlja prijedloge odluka, smjernica i zakona koji su vezani uz ostvarivanje cilja i izvršavanje zadataka HNB-a ili koji su općenito vezani uz djelokrug rada HNB-a, prije nego što ih proslijedi Saboru na razmatranje, kako bi ponudili svoje mišljenje, te se konzultira s HNB-om oko pitanja domaće i strane zaduženosti.

Osobna nezavisnost odnosi se na ulogu i status središnje banke te na izborni proces i imenovanje, otpuštanje s dužnosti, trajanje mandata i mogućnost ponovnog izbora članova Savjeta. Prema članku 42. (1) Zakona, savjet HNB-a sastoji se od guvernera, najviše četiri viceguvernera, zamjenika guvernera i maksimalno osam vanjskih članova. U članku 44. (1, 2, 3, 4, 5, 6) Zakona definirano je da guvernera HNB-a imenuje Hrvatski sabor na prijedlog Odbora za izbor, imenovanja i upravne poslove uz mišljenje Odbora za financije i državni proračun. Nadalje, u Hrvatskoj, mandat guvernera traje 6 godina. Zamjenika guvernera i viceguvernera imenuje Hrvatski sabor na prijedlog guvernera HNB-a. Vanjske članove Savjeta HNB-a imenuje Hrvatski sabor na prijedlog Odbora za izbor, imenovanja i upravne poslove uz mišljenje Odbora za financije i državni proračun. Članovi Savjeta HNB-a moraju biti državljani RH i trebali bi imati profesionalnog iskustva u monetarnim, bankarskim

i pravnim pitanjima. Članovi Savjeta HNB-a imenuju se na razdoblje od 6 godina. Zakon postavlja određena ograničenja za članove Savjeta (članak 45. (1, 2, 3, 4) kako bi se izbjegli mogući sukobi interesa. Što se tiče razrješenja s dužnosti, ono je uređeno Zakonom u članku 46., u kojem stoji da će Hrvatski sabor razriješiti dužnosti guvernera, zamjenika guvernera i viceguvernera HNB-a te vanjske članove Savjeta prije isteka razdoblja u sljedećim slučajevima: 1) ako je nakon imenovanja na dužnost nastupila neka od okolnosti navedenih u članku 45. Zakona, 2) ako je u kaznenom postupku pravomoćno osuđen na kaznu zatvora, 3) ako Savjet utvrdi ozbiljne propuste u obnašanju dužnosti ili postupke koji upućuju na nedostatni moralni i profesionalni integritet, 4) ako je zbog bolesti trajno spriječen obavljati svoje poslove, 5) ako sam zatraži razrješenje ili 6) ako ne dostavi izjavu ili dostavi lažnu izjavu o podacima. Odluka o razrješenju je konačna, a nezadovoljna strana može tražiti zaštitu prava pred Upravnim sudom RH.

Financijska nezavisnost odnosi se na nezavisnost proračuna i zabranu monetarnog financiranja. Postoje određena pitanja koja središnje banke moraju riješiti kako bi ostvarile financijsku nezavisnost; tko upravlja proračunom, kako nadoknaditi neto gubitak, je li dozvoljeno financirati Vladu i ukoliko jest, kada je to dozvoljeno. Prema Zakonu (članak 36 (1, 2, 3, 4, 5, 6), članak 37. (1, 2, 3), članak 38., članak 39. (1, 2)) HNB ima ulogu depozitara, ulogu fiskalnog agenta države, ulogu savjetovanja Ministarstva financija i izvješćivanja o zaduživanju RH, te ulogu sudjelovanja u zakonodavnoj proceduri. U Hrvatskoj je izravno financiranje Vlade čvrsto zabranjeno, pa tako i Zakon (članak 40. (1, 2, 3, 4, 5, 6)) ističe zabranu kreditiranja javnog sektora od strane HNB-a. Nadalje, HNB ističe da proračunom upravlja banka, neovisno od bilo koje državne institucije. Savjet HNB-a donosi financijski plan, dok kapital i dalje ostaje u rukama države. Što se tiče neto gubitka, Zakon (članak 57. (4, 5)) definira da se manjak prihoda nad rashodima pokriva iz općih pričuva, a ukoliko ga nije moguće pokriti iz općih pričuva pokriva se iz državnog proračuna.

Iz ranije opisanog razvidno je da postojeći zakonski okvir Hrvatskoj narodnoj banci osigurava razmjerno visok stupanj nezavisnosti. U sljedećem dijelu poglavlja različitim mjernim metodama odredit će se točna razina nezavisnosti u odnosu na maksimalnu.

4.2. Metodološke napomene

Mjerenje nezavisnosti u pravilu se svodi na kreiranje različitih indeksa u okviru kojih se ispituje „de iure“ odnosno zakonska nezavisnost središnje banke. Podlogu za mjerenje zakonske nezavisnosti autori koji su se bavili ovim problemom u pravilu pronalaze u zakonskim aktima kojim su uređena pitanja djelovanja središnje banke, njezinih odnosa s državom (vladom), kao i kriteriji djelovanja njezinih zaposlenika. Drugi tip nezavisnosti, koji se u literaturi spominje je stvarna, odnosno „de facto“ nezavisnost. Točna razina stvarne nezavisnosti središnje banke u pravilu nije poznata jer ovisi o specifičnim i vrlo često nedovoljno pojašnjenim okolnostima njezina djelovanja. Smatra se da je stvarna nezavisnost u pravilu niža od procijenjene razine zakonske nezavisnosti. Argument u prilog navedenom leži u političkim pritiscima i neformalnim vezama koje postoje na relaciji država – središnja banka.

Mjerni indeksi za određivanje stupnja nezavisnosti središnje banke pojavili su se krajem osamdesetih godina prošlog stoljeća. Osnovni indeksi prikazani su u tablici 2.

Tablica 2: Osnovni indeksi⁴ za mjerenje nezavisnosti središnje banke

INDEKS	POJAŠNJENJE
BP indeks	Bade i Parkin /6/ konstruirali su prvi indeks za mjerenje nezavisnosti pri čemu su korištene sljedeće varijable: primarni cilj središnje banke prema zakonu o središnjoj banci te stupanj izloženosti središnje banke utjecaju vlade (mogućnost vlade da sudjeluje u izboru članova vijeća guvernera, zastupljenost članova vlade u redovima vijeća guvernera, pitanje autoriteta koji kontrolira monetarnu politiku).
AL indeks	Ovaj indeks svojevrsna je inačica BP indeksa. Alesina /1/ i /2/ u svojem istraživanju uključuje procjenu monetarnih financijskih pravila, proširujući na taj način BP indeks.
GMT indeks	Grilli i suradnici /38/ kreiraju indeks koji obuhvaća zakonske aspekte političke i ekonomske nezavisnosti središnje banke.
(LVAU-LVAW)	Cukierman i suradnici /15/ koristi 3 indeksa za mjerenje nezavisnosti. - LVAU je jednostavan indeks koji se sastoji od 16 indikatora grupiranih prema četiri glavne odrednice; imenovanje i djelokrug rada guvernera, ciljevi središnje banke, formuliranje politike i ograničenja kreditiranja javnog sektora od strane središnje banke. LVAW je ponderirana verzija LVAU indeksa.
(QVAU-QVAW)	- QVAU indeksom procjenjuje se <i>de facto</i> zakonska nezavisnost središnje banke. Iako se odnosi na zakonske varijable indeks je većim dijelom orijentiran na praktičnu stranu tih varijabli. Ovakav indeks pomaže u procjenjivanju razlika između <i>de iure</i> i <i>de facto</i> nezavisnosti, posebice u slučajevima kada su te razlike značajne. /18/
TOR	- TOR indeks koristi se s pretpostavkom da brža izmjena guvernera ukazuje na niži stupanj nezavisnosti. S druge strane, spora izmjena guvernera nužno ne ukazuje na visok stupanj nezavisnosti.
ES indeks	Eijffinger i Schaling /28/ pokušavaju odrediti stupanj političke nezavisnosti središnje banke. Njihov indeks je temeljen na procjeni utjecaja vlade na izbor i rad djelatnika središnje banke i njezinog vodstva.

Izvor: autori.

4.3. Mjerenje nezavisnosti HNB-a

Istraživanja u čijem žarištu je nezavisnost središnje banke u Republici Hrvatskoj rijetka su. Faulend i suradnici /31/ bave se uzrocima razlika između stvarne i zakonske nezavisnosti, pripisujući ih, prije svega, nedovoljnoj demokratizaciji društva. U ranijem istraživanju nezavisnosti Ćorić i Cvrlje /21/ drže da je stupanj nezavisnosti središnje banke u Hrvatskoj relativno visok.

⁴ Opisani indeksi nisu jedini, ali su najčešće korišteni u procjeni stupnja nezavisnosti središnje banke. Za druge korištene indekse vidjeti /21/.

Ovo istraživanje, pored ranije korištenih metoda, sadrži nove metodološke napomene i mjerne metode. Pri ispitivanju stupnja nezavisnosti HNB-a, korištene su četiri široko rasprostranjene mjerne metode; 1) stopa izmjene guvernera središnje banke (TOR), 2) metoda Peturssona G. Thorarinna, te indeksi 3) LVAW i 4) QVAW.

4.3.1. Stopa izmjene (TOR) guvernera središnje banke

Za zemlje u razvoju, poput Hrvatske, često korišten pokazatelj je stopa izmjene guvernera središnje banke. Stopa je definirana kao prosjek trajanja mandata guvernera, a izračunava se kao kvocijent broja guvernera u određenom razdoblju i trajanja razdoblja.

$$\text{Stopa izmjene guvernera središnje banke (TOR)} = \frac{\text{broj guvernera u određenom razdoblju}}{\text{trajanje razdoblja}}$$

Vrijednost indeksa iznad zadanog raspona 0,2 - 0,25, u situaciji u kojoj se guverner bira svakih 4 do 5 godina, ukazuje na nisku razinu nezavisnosti središnje banke. Tijekom posljednjih dvadeset godina na vodećoj poziciji u HNB- u izmijenila su se četiri guvernera, Ante Čičin-Šain (1990. - 1992.), Pero Jurković (1992. - 1996.), Marko Škreb (1996. - 2000.) i Željko Rohatinski (2000. -). Uvrštenjem podataka u formulu dobije se stopa izmjene guvernera u visini od 0,20, što je unutar zadanog intervala.⁵

4.3.2. Metoda Peturssona G. Thorarinna za određivanje nezavisnosti središnje banke

Metoda Peturssona G. Thorarinna /46/ za određivanje razine nezavisnosti provodi se analizom 5 ključnih kriterija. Osnova za ponderiranje pojedinih kriterija njihov je značaj za postizanje nezavisnosti središnje banke. Prema ovom kriteriju, nezavisnost se kreće u intervalu od 0,7 do 65.

Tablica 3: Nezavisnost HNB-a prema kriteriju Peturssona G. Thorarinna

Kriterij	Ponder	Bodovi	Ukupno
Mjera u kojoj statutarni ciljevi osiguravaju jasan naglasak središnje banke na stabilnosti cijena	1	10	10
Mjera u kojoj središnja banka određuje postavljanje ciljeva politike	1	10	10
Mjera u kojoj središnja banka određuje prilagođavanje instrumenata monetarne politike	2	10	20
Mjera u kojoj je zabranjeno financiranje riznice od strane središnje banke	2	10	20
Trajanje mandata guvernera	0,5	7,1	3,55
UKUPNO			63,55

Izvor: autori.

⁵ Unatoč činjenici da prečesta izmjena guvernera negativno djeluje na stupanj nezavisnosti središnje banke, optimalnima se ne smatraju ni iznimno dugački mandati guvernera jer u tom slučaju u pitanje dolazi odgovornost središnjeg bankara.

Rezultati pokazuju da je nezavisnost HNB-a na razini od 63,55 što se može tumačiti kao vrlo visok rezultat. Razlog ne postizanja maksimalnoga rezultata uzrokovan je vrijednošću varijable "Trajanje mandata guvernera". Duljina trajanja mandata guvernera trebala bi biti osam godina ili dulja kako bi nezavisnost prema Petursson G. Thorarinn kriteriju bila na maksimalnoj razini od 65. /46/

4.3.3. De iure zakonska nezavisnost - LVAW indeks

LVAW indeks koristi se kao mjera zakonske nezavisnosti središnje banke. Mjerenje nezavisnosti HNB-a provelo se analizom 16 pravnih varijabli pri čemu se vrijednost svake od varijabli kreće u intervalu od 0 (najniža) do 1 (najviša).

Tablica 4. Nezavisnost HNB-a prema LVAW indeksu

Varijabla	Ponder	Bodovi
Guverner	0,20	
Trajanje mandata		0,75
Imenovanje guvernera		0,50
Razrješenje		0,83
Pravo guvernera da obavlja dužnosti u vladi		1,00
Formuliranje politike	0,15	
Formuliranje monetarne politike		1,00
Rješavanje konflikata		1,00
Uloga u vladinom procesu donošenja budžeta		0,00
Ciljevi	0,15	1,00
Ograničenja u financiranju države		
Predujmovi (limiti na nesekuritizirano posuđivanje)	0,15	1,00
Sekuritizirano posuđivanje	0,10	1,00
Uvjeti kreditiranja	0,10	1,00
Potencijalni zajmoprinci	0,05	1,00
Određivanje granica kreditiranja središnje banke	0,025	1,00
Dospijeće kredita	0,025	1,00
Kamatna stopa na kredite	0,025	1,00
Zabrana središnjoj banci za kupnju ili prodaju državnih vrijednosnih papira na primarnom tržištu	0,025	1,00
UKUPNO	1,00	0,904

Izvor: autori.

Vrijednost LVAW indeksa potvrđuje razmjerno visoku razinu de iure zakonske nezavisnosti HNB-a. Na ljestvici od 0 do 1, zakonska nezavisnost procijenjena je na razini 0.904.

Izostanak potpune nezavisnosti mjerene ovim upitnikom može se pripisati dosadašnjoj praksi trajanja mandata guvernera, njegovom imenovanju i okolnostima njegova razrješenja.

4.3.4. *De facto* zakonska nezavisnost - QVAW indeks

Analiza procjenom QVAW indeksa temelji se na procjeni 7 različitih varijabli, pri čemu se vrijednost svake varijable kreće u intervalu od 0 (najniže) do 1 (najviše). Analiza omogućava evaluaciju zakonskih odrednica nezavisnosti, međutim u središtu ispitivanja nalaze se i praktična pitanja i problemi, što u konačnici upućuje na procjenu *de facto* zakonske nezavisnosti.

Tablica 5. Nezavisnost HNB-a prema QVAW indeksu

VARIJABLA	PONDER	BODOVI
Preklapanje s političkim autoritetima	0,10	1,00
Ograničenja na kreditiranje u praksi	0,20	1,00
Rješavanje konflikata	0,10	1,00
Određivanje budžeta središnje banke	0,10	1,00
Određivanje nadnica visoko obrazovanih zaposlenika banke i alokacija profita banke		1,00
Kvantitativno ciljanje monetarnih agregata	0,15	0,00
Službena ili neslužbena kamatna stopa		1,00
Stvarni prioritet stabilnosti cijena	0,15	1,00
Uloga razvojne banke, odobravanje kredita po subvencioniranim stopama	0,20	1,00
UKUPNO	1,00	0,925

Izvor: autori.

Vrijednost QVAW indeksa ukazuje na visoku razinu nezavisnosti HNB-a po pitanju rješavanja praktičnih problema. Na skali od 0 do 1, nezavisnost HNB-a iznosi 0,925. Izostanak potpune nezavisnosti HNB-a može se pripisati činjenici da nacionalna središnja banka prilikom vođenja monetarne politike ne cilja visinu pojedinih monetarnih agregata.

5. ZAKLJUČAK

U posljednjih nekoliko desetljeća nezavisnost središnje banke nametnula se kao nužan uvjet i pretpostavka provođenja kredibilne monetarne politike. Razvoj koncepta nezavisnosti rezultirao je stvaranjem višeslojnog metodološkog okvira u kojem razlikujemo: institucionalnu, zakonsku, osobnu, funkcionalnu i operativnu te organizacijsku i financijsku nezavisnost. Pored navedenih, autori u pravilu razlikuju *de iure* (pravnu) i *de facto* (stvarnu), pri čemu je *de facto* nezavisnost u pravilu na nižoj razini. Općeprihvaćeno je stajalište

da nezavisnost središnje banke pridonosi stabilnosti opće razine cijena i boljoj ekonomskoj situaciji. Rezultati empirijskih istraživanja potvrđuju negativan odnos između nezavisnosti i inflacije. Utjecaj nezavisnosti na ostale makroekonomske varijable nije potvrđen.

Mjerenje nezavisnosti HNB-a provedeno je korištenjem četiri metode: 1) stope izmjene guvernera središnje banke (TOR), 2) metode Peturssona G. Thorarinna, te indeksa zakonske nezavisnosti središnje banke 3) LVAW i 4) QVAW. Unatoč činjenici da je Hrvatska narodna banka relativno kasno nastala, rezultati svih provedenih mjerenja ukazuju na relativno visok stupanj njezine *de iure* nezavisnosti. Visok stupanj nezavisnosti središnje banke uzrokovan je, prije svega, Zakonom o HNB-u iz 2002. godine.

LITERATURA:

1. Alesina, A. (1988) „Macroeconomic and politics“, *NBER Macroeconomic Annual 1988*. Cambridge: Cambridge University Press, str. 17. - 52.
2. Alesina, A. (1989) „Politics and business cycles in industrial democracies“, *Economic Policy*, Vol. 4 (8), str. 55. - 98.
3. Alesina, A. i Summers, L. (1993) “Central Bank Independence and Macroeconomic performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 25, str. 151. - 162.
4. Al-Marhubi, F. i Willett, T. D. (1995) „The anti-inflationary influence of corporatist structures and central bank independence: The importance of the hump shaped hypothesis“, *Public Choice*, Vol. 84, str. 153. - 162.
5. Amentbrink, F. i sur. (1998) „Accountability of central Banks: Aspects and Quantification“, *CentER Discussion Paper Series No. 9854*.
6. Bade, R. i Parkin, M. (1988) „Central bank laws and monetary policy“, Department of Economics, University of Western Ontario, Mimeo.
7. Barro, R. i Gordon, D. (1983) „Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy“, *Journal of Monetary Economics*, Vol 12, str. 101. - 121.
8. Bleaney, M. (1993) „The Structure of Wage Bargaining and Macroeconomic Performance: A Theoretical Analysis“ *Greek Economic Review*, Vol. 15, br. 2, str. 65. - 72.
9. Briault, C. B. i sur. (1996) „Independence and Accountability“, paper presented at the Seventh International Conference of the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, October 1995, BoE Working Paper Series, br. 49.
10. Brumm, H. J. (2006) „The effect of central bank independence on inflation in developing countries“, *Economics Letters*, br. 90, str. 189. - 193.
11. Campillo, M. i Miron, J. A. (1997) “Why does Inflation Differ Across Countries?”, *University of Chicago Press*, Working paper, br. 5540, str. 335. - 357.
12. Cargill, T. F. (1995) „The Statistical Association Between Central Bank Independence and Inflation“ *Banca Nazionale Del Lavoro: Quarterly Review* (June), str.159. - 72.
13. Crosby, M., (1998) “Central Bank Independence and Output Variability”, *Economics Letters*, br. 60, str. 67. - 75.

14. Crowea, C. i Meade E. E. (2008) „Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness“, *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, str. 763. - 777.
15. Cukierman A. i sur. (1992) „Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes“, *The World Bank Economic Review*, Vol. 6, br. 3, str. 353. - 398.
16. Cukierman, A. (1993) „Central Bank independence, political influence and macroeconomic performance: A survey of recent developments“, *Cuadernos de Economía*, Vol 30, br. 91, str. 271. - 291.
17. Cukierman, A. i sur.(1993) „Central Bank independence, growth, investment and real rates“, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 29, str. 95. - 140.
18. Cukierman, A. (1994) „Commitment through Delegation, Political Influence and Central Bank Independence“, In: J. de Beaufort Wijnholds, S. Eijffinger and L. Hoogduin (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, Dordrecht/Boston/London: Kluwer Academic Publishers, str. 55. - 74.
19. Cukierman, A. i Webb, S.B. (1995) „Political Influence on the Central Bank: International Evidence“, *World Bank Review*, Vol. 9, str. 397. - 423.
20. Cukierman, A. (2006) „Central Bank Independence And Monetary Policy Making Institutions: Past, Present, And Future“, *Journal Economía Chilena (The Chilean Economy)*, Central Bank of Chile, Vol. 9(1), str. 5. - 23.
21. Ćorić, T. i Cvrlje, D. (2009) „Central bank independence: the case of Croatia“, Faculty of Economics, 2009, Belgrade, Vol. 1, str. 209. - 220.
22. De Haan, J. i Kooi, W. (2000) “Does Central Bank Independence Really Matter? New Evidence for Developing Countries Using a New Indicator”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, str. 643. - 664.
23. De Haan, J. i Siermann C. L. J. (1994) „Saving, Investment, and Capital Mobility Comment“, *Open Economies Review*, Vol. 5, br. 1, str. 5. - 17.
24. De Haan, J. i Sikken, B. J. (1998) „Budget Deficits, Monetization and Central Bank Independence in developed countries“, *Oxford Economic Papers*, Vol. 50, str. 493. - 511.
25. De Haan, J. i Sturm, J. E. (1992) „The case for central bank independence“, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 182, str. 305. - 327.
26. De Long, B. i Summers, L. H: (1992) „Macroeconomic Policy and Long-run Growth“, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas, Vol. 77, str. 5. - 29.
27. Debelle, G. i Fischer, S. (1995) „How independent should central banks be?“ In Fuhrer, J., *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, str. 195. – 221.
28. Eijffinger, S. i Schaling, E. (1993) „Central Bank independence in twelve industrial countries“, *BNL Quarterly Review*, br 184. str. 49. - 89.
29. Eijffinger, S. i De Haan, J. (1995), ‘The Political Economy of Central Bank Independence“, Discussion Paper, CentER for Economic Research, No. 9587, August, Forthcoming in: *Princeton Special Papers in International Economics*.
30. Eijffinger, S. i van Keulen, M. (1995) „Central Bank Independence in Another Eleven Countries“, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 48, br. 192, str. 39. - 83.

31. Faulend, M. i sur. (2000.) „Inflacija i neovisnost središnje banke – završena priča?“. *Financijska praksa*, br. 1/2000.
32. Fischer, S. (1994), „The Costs and Benefits of Disinflation“, in: J. A. H. de Beaufort Wijnholds, S. C. W. Eijffinger and L. H. Hoogduin (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, Dordrecht/Boston/London: Kluwer Academic Publishers, str. 31. - 42.
33. Fraser, B. W. (1994) „Central Bank Independence: What Does It Mean?“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, December, str. 1. - 8.
34. Fratianni, M. i Huang, H. (1994) „Reputation, Central Bank Independence and the ECB“, in *Varieties of monetary reforms: Lessons and experiences on the road to monetary union.*, str. 165. - 191.
35. Friedman, M., Schwartz, A. J. (1963) “A Monetary History of the United States”, Princeton: Princeton University Press (for the National Bureau of Economic Research), ISBN: 0-691-041474, 978-0-691-00354-2
36. Fuhrer, J. C. (1997) “Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?” *New England Economic Review*, 1/2, str. 19. - 36.
37. Gartner, M. (1995) „Time-Consistent Monetary policy under Output Persistence“, Discussion Paper, University of St. Gallen.
38. Grilli, V. i sur. (1991) „Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries“, *Economic Policy*, Vol. 6, br. 2, str. 341. - 392.
39. Gutiérrez, E. (2004) „Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence. Evidence from Latin America and the Caribbean“, *Economía Mexicana NUEVA EPOCA*, Vol. 0(2), str. 255. - 287.
40. Havrilesky, T. i Granato, J. (1993) „Determinants of inflationary performance: Corporatist structures vs. central bank autonomy“, *Public Choice*, Vol. 86, str. 249. - 261.
41. Ismihan, M. (2003) “Does central bank independence lower inflation?” *Economics Letters*, Vol. 84, str. 305. - 309.
42. Ismihan, M., Ozkan, F. G. (2004) “Does central bank independence lower inflation?” *Economics Letters*, Vol. 84, str. 305. - 309.
43. Loungani, P. i Sheets, N. (1997) „Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29, str. 381. - 399.
44. Mangano, G. (1998) „Measuring Central Bank Independence: A Tale of Subjectivity and of its Consequences“, *Oxford Economic Papers*, Vol. 50, str. 468. - 492.
45. Panagiotidis, T. i Triampella, A. (2005) „Central Bank Independence and inflation: the case of Greece“, *Revista de Economía del Rosario*, Vol 9 (1), str. 95. - 109.
46. Pétursson, T. G. (2004) “New focuses in central banking: Increased independence, transparency and accountability”, *Monetary Bulletin 2000/4*, str. 49. - 62.
47. Pollard, P. (1993) „Central Bank Independence and Economic Performance“, Federal Reserve Bank of St. Louis, str. 21. - 36.
48. Posen, A. (1993) „Why Central Bank independence does not cause low inflation: There is no institutional fix for politics“, *Finance and the International Economy*. Vol 7., str. 41. - 54.

49. Posen, A. (1995) "Declarations are not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence", *NBER Macroeconomic Annual 1995*, Vol. 10, str. 253. - 274.
50. Posen, A. (1998) „Central Bank independence and disinflationary credibility: A missing link?“ Oxford University Papers, Vol. 50, br. 3, str. 335. - 359.
51. Scheller (2004) "The European Central Bank - History, role and functions", European central bank, Frankfurt am Main.
52. Siklos, P. L. (1994) „Central Bank Independence in the Transitional Economies: a Preliminary Investigation of Hungary, Poland, the Czech and Slovak Republic“, in J. Bonin and I. Székely (eds.), *Development and Reform of the Financial System in Central and Eastern Europe*, str. 71. - 98.
53. Sturm, J. E. i De Haan, J. (2001) „Inflation in Developing Countries: Does Central Bank Independence Matter? New Evidence Based on a New Data Set“, *Ifo Studien*, Vol. 47, br. 4, 2001., str. 389. - 403.
54. Temple, J. (1998.) „Central Bank Independence and Inflation: Good News and Bad News“, *Economics Letters*, Vol. 61, str. 215. - 219.
55. Walsh, C. E. (1995.) „Optimal contrast for central bankers“, *American Economic Review*, Vol. 85, str. 150. - 167.
56. Walsh, C. E. (2005.) „Central bank independence“, *Prepared for the New Palgrave Dictionary*, University of Santa Cruz.
57. Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci; <http://www.hnb.hr/propisi/zakoni-htm-pdf/h-zakon-hnb-9-7-2008.pdf> (Pristupljeno 28/01/10).