



HRVATSKA NARODNA BANKA

Pregledi P-45

Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a

Igor Ljubaj

Zagreb, rujan 2019.



HNB

PREGLEDI P-45

IZDAVAČ

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

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO

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

UREDNICI

Romana Sinković

LEKTORICA

Dragica Platužić

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

GRAFIČKI UREDNIK

Božidar Bengez

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-45

Međunarodne pričuve, tečajne razlike i
financijski rezultat poslovanja HNB-a

Igor Ljubaj

Zagreb, rujan 2019.

Sažetak

Međunarodne su pričuve likvidna inozemna imovina kojom središnja banka raspolaže radi ublažavanja učinaka mogućih platnobilančnih poremećaja. Kada se monetarna politika temelji na održavanju stabilnosti domaće valute, kao što je to u slučaju Hrvatske narodne banke, uloga je međunarodnih pričuva i veća. Tada obično međunarodne pričuve kao devizna imovina čine većinu imovine središnje banke, dok su obveze nominirane u domaćoj valuti, pa se javlja valutna neusklađenost imovine i obveza, što pri promjeni tečaja domaće valute prema svjetskim rezervnim valutama dovodi do obračuna tzv. nerealiziranih tečajnih razlika. Upravo su tečajne razlike bile isključivi razlog zbog kojeg je HNB u 2017. i 2018. zabilježio prvi negativan rezultat još od 2003. godine. U 2017. to je pretežito bilo zbog jačanja eura prema dolaru na svjetskome deviznom tržištu, a u 2018. zbog jačanja kune prema euru. Oboje je umanjilo kunski iskaz međunarodnih pričuva, a bez tečajnih razlika HNB je u svom poslovanju, kao i svih dosadašnjih godina, ostvario višak prihoda nad rashodima. Na velik iznos tečajnih razlika utjecala je i činjenica da su međunarodne pričuve u recentnom razdoblju znatno porasle, pa su za istu promjenu tečaja i tečajne razlike znatno veće. Pojedine središnje banke zbog velikog su iznosa negativnih tečajnih razlika izgubile cjelokupan kapital. Kapital HNB-a nikada nije bio ugrožen jer su se gubici bez poteškoća pokrivali iz općih pričuva koje su formirane u prethodnim godinama. Pristupanje europodručju u slučaju HNB-a podrazumijevat će primjenu računovodstvenih pravila ESB-a koja su primjerenija poslovanju središnje banke, a tada tečajne razlike, zbog drugačijega računovodstvenog tretmana, više neće utjecati na računovodstveni iskaz financijskog poslovanja. To će povećati stabilnost i predvidivost financijskog rezultata kao i vjerojatnost isplata dobiti u državni proračun.

Ključne riječi:

međunarodne pričuve, HNB, rezultat poslovanja, tečajne razlike, financijska neovisnost

JEL klasifikacija:

E58, E59, N20

Zahvaljujem na idejama, komentarima i pomoći u pripremi ovog rada Draženu Mikulčiću, Ivanu Budimiru, Dijani Mamić Brozd, Zrinki Marković Duilo, Sandri Švaljek i članovima Uredništva HNB-a za publikacije te zaposlenicima Direkcije za upravljanje međunarodnim pričuvama i deviznom likvidnošću i Direkcije za ekonomske analize na pripremi pojedinih podataka.

Sadržaj

Sažetak	v
1. Uvod	1
2. Uloga međunarodnih pričuva	1
3. Međunarodne pričuve HNB-a, valutna izloženost i tečajne razlike	2
4. Utjecaj tečajnih razlika na rezultat poslovanja HNB-a	4
5. Tečajne razlike i financijski rezultati središnjih banaka – međunarodna iskustva	7
5.1. Imaju li i druge središnje banke valutnu neusklađenost imovine i obveza?	7
5.2. Tečajne razlike i primjeri negativnih rezultata	8
5.3. Računovodstveni aspekt i Smjernica ESB-a	9
6. Pogled prema naprijed	10
7. Literatura	11

1. Uvod

Primarna je svrha središnjih banaka ispunjavanje zakonski definiranih ciljeva, posebice održavanja stabilnosti cijena, a ne stvaranje profita. Stoga je financijski rezultat često slab kriterij za ocjenu njihove uspješnosti (Archer i Moser-Boehm, 2013.). No premda financijski rezultat poslovanja središnje banke nije niti bi trebao biti cilj monetarne politike, činjenica je da pozitivan rezultat jača financijsku neovisnost središnje banke. Profitabilno poslovanje središnje banke štiti njezin temeljni kapital te omogućava isplatu dijela ili cjelokupne dobiti državnom proračunu. S druge strane, negativan financijski rezultat, bilo znatan ili učestao, može imati nepovoljne posljedice za institucionalnu vjerodostojnost središnje banke i povjerenje javnosti i tržišnih sudionika u njezino poslovanje te može stvoriti političke pritiske. Zbog tog je razloga iznimno važno razumjeti glavne uzroke eventualnoga negativnog rezultata te ih jasno obrazložiti. Jedino se tako može osigurati transparentnost poslovanja središnje banke i naposljetku očuvati njezina financijska neovisnost, koja je jedan od ključnih preduvjeta za uspješno provođenje ciljeva monetarne politike.

Poseban je slučaj negativnoga financijskog rezultata situacija u kojoj ga uzrokuju nerealizirane tečajne razlike kao obračunska kategorija. Naime, središnje banke, za razliku od poslovnih banaka, često imaju strukturnu valutnu neusklađenost u bilancama, pa znatan dio njihove imovine obično čini devizna inozemna imovina odnosno međunarodne pričuve, dok su obveze nominirane u domaćoj valuti, zbog čega se u računu dobiti ili gubitka mogu bilježiti značajne tečajne razlike¹. Valutna neusklađenost posebno je izražena u malim otvorenim zemljama koje imaju veće potrebe za međunarodnim pričuvama, a može biti povezana i s okvirom za provođenje monetarne

politike, pogotovo ako se on temelji na održavanju stabilnosti tečaja domaće valute. Sve navedeno vrijedi za Hrvatsku narodnu banku, koja je u 2017. i 2018. godini zabilježila gubitke nakon niza godina pozitivnih financijskih rezultata. Međutim, ti su gubici bili isključiva posljedica nerealiziranih tečajnih razlika, a ne manjka operativnih prihoda nad rashodima ili materijalizacije nekoga drugog rizika kao što su kreditni ili kamatni rizik. Cilj je ovog rada upravo rasvijetliti utjecaj tečajnih razlika na financijski rezultat HNB-a, pružajući teoretsku pozadinu njihova postojanja u kontekstu upravljanja međunarodnim pričuvama, te ga usporediti sa sličnim primjerima koji su zabilježeni kod drugih središnjih banaka.

U ovom radu na početku se obrazlaže uloga međunarodnih pričuva. Zatim se u trećem poglavlju opisuje uloga, veličina i struktura međunarodnih pričuva HNB-a te se razjašnjava izvor tečajnih razlika i način na koji one utječu na rezultate izvještaja o dobiti ili gubitku HNB-a, a raspravlja se i o mogućnosti zaštite od valutnog rizika. U četvrtom poglavlju prikazuju se rezultati poslovanja HNB-a s osvrtom na 2017. i 2018. godinu. U petom poglavlju dani su primjeri drugih središnjih banaka koje su u pojedinim godinama i u znatno većoj mjeri bilježile gubitke zbog negativnih tečajnih razlika. U tom kontekstu obrađuje se i pitanje negativnoga kapitala te mogućnost primjene različitih računovodstvenih pravila koja utječu na konkretan financijski rezultat, s naglaskom na pravila koja vrijede u europodručju. Na kraju je dan pogled prema budućem uvođenju eura i računovodstvenih pravila ESB-a kao mogućem rješenju problema utjecaja tečajnih razlika na računovodstveni iskaz financijskog rezultata poslovanja HNB-a.

2. Uloga međunarodnih pričuva

Međunarodne pričuve povijesno i fundamentalno imaju značajnu ulogu u ispunjavanju zadaća gotovo svake središnje banke i važan su alat u osiguravanju makroekonomske stabilnosti pojedine zemlje. U praksi se međunarodne pričuve drže u skladu s nizom ciljeva (MMF, 2009., 2014.): kao osiguranje i podrška povjerenju u monetarnu i tečajnu politiku, uključujući dostatan kapacitet za interveniranje zbog podrške tečaju domaće valute, zatim kao zaliha devizne likvidnosti zemlje s pomoću koje se u kriznim vremenima apsorbiraju šokovi, što se posebno odnosi na platnobilančne krize, te održavanje povjerenja tržišta glede sposobnosti zemlje da ispunjava tekuće i buduće vanjske obveze. Nadalje, pričuve su svojevrsno pokriće domaće valute inozemnom imovinom, a mogu služiti i kao posebna zaštita u nepredvidivim katastrofama. Međunarodne su pričuve po definiciji sva likvidna inozemna imovina kojom raspolaže središnja banka i mogu se upotrebljavati za ublažavanje učinaka vanjskih rizika, a uključuju i zlato te posebna prava vučenja Međunarodnoga monetarnog fonda (engl. *Special*

Drawing Rights ili SDR).

Međunarodne pričuve drže se neovisno o vrsti monetarnog odnosno tečajnog režima i mogu pridonijeti povećanju stupnja samostalnosti vlastite monetarne politike. Kao što navode Allegret i Allegret (2018.), akumuliranje znatnih međunarodnih pričuva olakšava balansiranje (engl. *trade-off*) između nezavisnog provođenja monetarne politike (u smislu mogućnosti primjene kamatnoga kanala), financijske otvorenosti zemlje i stabilnosti tečaja domaće valute, za koje se uobičajeno smatra da su tzv. nemoguće trojstvo (teza poznata kao engl. *impossible trilemma* ili *trinity*). U tom smislu, ako se izbor okvira za provođenje monetarne politike pojedine središnje banke temelji na održavanju stabilnosti tečaja domaće valute, uloga je pričuva i veća.

Međunarodnim pričuvama primarno se upravlja poštujući načela sigurnosti i likvidnosti, jer profitabilnost nije, niti bi trebala biti, cilj poslovanja središnje banke. Međutim, međunarodne pričuve mogu biti značajan izvor prihoda kojim se

1 Zanimljiv prikaz osjetljivosti promjene vrijednosti imovine na kretanja tečaja koja je veća od osjetljivosti promjena obveza središnje banke na kretanje tečaja može se pronaći u DNB (2018.).

podupire njezina financijska neovisnost, pri čemu se ostvareni višak prihoda nad rashodima uplaćuje u državni proračun.

S druge strane, držanje međunarodnih pričuva iz perspektive zemlje sadržava oportunitetni trošak, jer domaća imovina može nositi veći prinos u odnosu na imovinu plasiranu u inozemstvo. Isto tako, oportunitetni trošak javlja se kada središnja banka želi održati stabilnost tečaja domaće valute pa zbog toga, u slučaju velikih priljeva deviza u zemlju, otkupljuje devize i kreira veliku količinu likvidnosti (primarnog novca). Ako je tu likvidnost zbog opasnosti od inflacije primorana sterilizirati, primjerice izdavanjem blagajničkih zapisa ili uzimanjem depozita od banaka uz plaćanje kamata po stopi koja je viša nego

što ju može ostvariti ulaganjem pričuva na inozemnom tržištu, posljedica će biti negativan neto kamatni prihod od tih poslova. Koncept oportunitetnog troška može se promatrati i kroz prizmu razlike (engl. *spread*) između troška inozemnog zaduživanja za zemlju i stope povrata na likvidnu inozemnu imovinu međunarodnih pričuva. Rodrik (2006.) tu razliku naziva društvenim troškom držanja pričuva kao samoosiguranja. Pitanje oportunitetnog troška blisko je povezano i s veličinom samih pričuva, pa što su veće pričuve, veći je i oportunitetni trošak. Zato je korisno raspolagati ocjenom o adekvatnosti ili optimalnosti razine pričuva.

3. Međunarodne pričuve HNB-a, valutna izloženost i tečajne razlike

U primjeru HNB-a, kojem su međunarodne pričuve glavni amortizer relativne stabilnosti tečaja domaće valute kune u odnosu na euro, uloga međunarodnih pričuva posebno je važna. Naime, HNB zbog visoke euroiziranosti² hrvatskoga gospodarstva i financijskog sustava povremenim deviznim intervencijama sprečava njegovu prekomjernu volatilitnost i tako osigurava ispunjavanje svog primarnog cilja – održavanja stabilnosti cijena. Isto tako, time što HNB primarno osigurava stabilnost tečaja kune prema euru, istodobno se preuzima kolebljivost tečaja kune prema svim drugim svjetskim valutama, odnosno ti tečajevi u najvećoj mjeri odražavaju promjene vrijednosti eura prema drugim valutama na svjetskim deviznim tržištima.

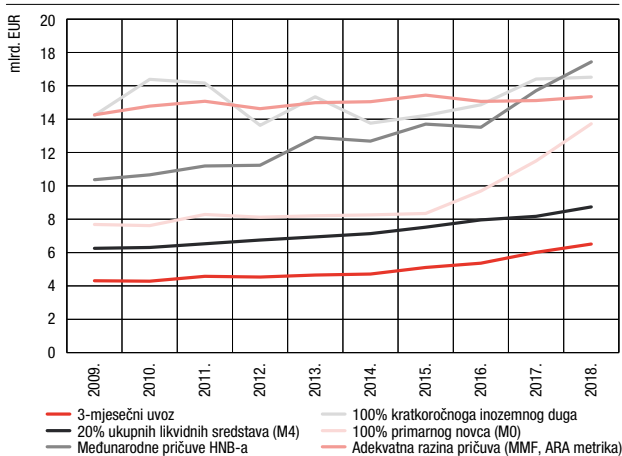
U prijašnjem istraživanju Čeh i Krznar (2009.) pokazali su kako HNB drži dovoljno pričuva kao instrument samoosiguranja i prevencije krize samo u scenariju u kojem banke majke preuzimaju ulogu zajmodavca posljednjeg utočišta. U tom razdoblju MMF-ove makroekonomski utemeljene ocjene

adekvatnosti pričuva³ bile su ispod poželjnih razina. Međutim, nakon zamjetne akumulacije pričuva u posljednjim godinama, posebice 2017. i 2018., adekvatnost se pričuva HNB-a povećala i postala zadovoljavajuća i prema MMF-ovoj metrici i u odnosu na razinu kratkoročnoga inozemnog duga, dok su pričuve u odnosu na ostale uobičajene pokazatelje (monetarne agregate i tromjesečnu vrijednost uvoza), ustaljeno bile adekvatne (Slika 1.).

S velikim rastom međunarodnih pričuva povećava se i mogućnost da tzv. nerealizirane⁴ tečajne razlike (promjena vrijednosti pričuva iskazana u domaćoj valuti zbog promjena tečaja) znatno utječu na rezultat financijskog poslovanja središnje banke. Na taj problem upozorava i ESB (2006.) u materijalu o akumuliranju međunarodnih pričuva, gdje je to istaknuto kao jedan od potencijalnih rizika i troškova koji može naposljetku negativno utjecati na kapital središnje banke. Naime, financijski rezultat središnjih banaka određen je veličinom i strukturom imovine i obveza, a nerealizirane tečajne razlike pojavljuju se zbog neusklađenosti u valutnoj strukturi bilance. U slučaju HNB-a gotovo cjelokupna imovina (krajem 2018. više od 98%) odnosi se na međunarodne pričuve koje su devizna imovina, dok je najveći dio pasive, odnosno obveza, koje pretežno čini primarni novac, nominiran u kunama. Posljedica takve neusklađenosti valutne imovine i obveza jest značajna izloženost valutnom riziku odnosno fluktuaciji deviznih tečajeva u kojima su nominirana ulaganja međunarodnih pričuva u odnosu na izvještajnu valutu kunu (o valutnoj neusklađenosti u bilancama drugih središnjih banaka više u poglavlju 5.1.). Zbog tog razloga tečajne razlike mogu dominantno odrediti rezultat izvještaja o dobiti ili gubitku u pojedinoj kalendarskoj godini.

Rezultat izvještaja o dobiti i gubitku ovisi i o računovodstvenim standardima koje primjenjuje pojedina središnja banka. HNB sastavlja svoja financijska izvješća prema Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (MSFI), u skladu s kojima se tečajne razlike računovodstveno prvo priznaju u izvještaju o dobiti ili gubitku, a tek se potom provodi raspodjela dobiti ili se gubitak pokriva iz općih pričuva HNB-a (više o računovodstvenom aspektu tečajnih razlika može se pronaći u

Slika 1. Akumuliranje međunarodnih pričuva HNB-a i poboljšanje njihove adekvatnosti



Izvor: HNB

2 Više o problematici euroizacije u Hrvatskoj vidi u Dumičić, Ljubaj i Martinis (2017.).

3 O MMF-ovoj ocjeni temeljenoj na tzv. ARA metrici više na https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA

4 Radi se o obračunskoj kategoriji, promjeni iza koje nema provedenih transakcija.

poglavlju 5.3., posebno u kontekstu računovodstvenih smjernica ESB-a kod kojih se tečajne razlike ne priznaju prvo u izvještaju o dobiti).

Valutna neusklađenost u bilanci HNB-a proizlazi i iz činjenice da su devizne intervencije temeljni kanal kreiranja primarnog novca, pa kada HNB putem devizne intervencije kupuje devize na domaćem tržištu, dolazi do porasta međunarodnih pričuva i kreiranja primarnog novca. Naime, veliki priljevi kapitala u pretkriznom razdoblju, a posljednjih nekoliko godina višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance, stvaraju aprecijacijske pritiske, pa HNB deviznim intervencijama najčešće otkupljuje devize i tako sprečava prekomjerno jačanje domaće valute. Upravo su zato cjelokupni primarni novac, kao i novčana masa, u Hrvatskoj pokriveni međunarodnim pričuvama, dok operacije na otvorenom tržištu s domaćom valutom imaju manju važnost pa je i domaća imovina relativno mala.

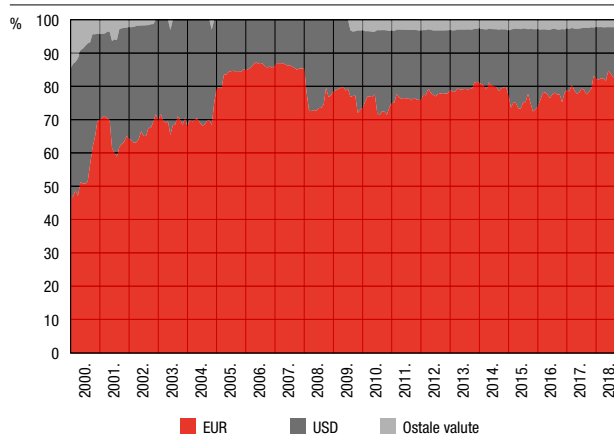
Valutnu strukturu međunarodnih pričuva HNB, kao i sve druge središnje banke, održava relativno stabilnom. Naime, velike i česte promjene valutne strukture mogle bi ugroziti ciljeve monetarne politike i stabilnost tečaja domaće valute. Ujedno bi se mogle smatrati špekulativnim ponašanjem, što ne bi bilo u skladu sa zadaćom središnje banke da vodi računa o valutnom riziku zemlje i gospodarstva. Zato se odluka o valutnoj strukturi utvrđuje u skladu s rizicima koje međunarodne pričuve osiguravaju i ciljevima monetarne politike, a tek u manjoj mjeri ona je motivirana ostvarivanjem dobiti. Isto tako, konačan rezultat računa dobiti ili gubitka kao i tečajne razlike nisu cilj središnje banke, već je to uvijek i prije svega održavanje stabilnosti cijena i financijske stabilnosti.

Načelna podloga za određivanje udjela valuta u međunarodnim pričuvama HNB-a jest valutna struktura kratkoročnoga inozemnog duga Republike Hrvatske te valutna struktura uvoza robe i usluga ostvarenog u posljednjih godinu dana. Time se mogućnost ispunjavanja obveza Republike Hrvatske prema inozemstvu štiti od promjena tečaja glavnih svjetskih valuta, odnosno održava se kupovna moć pričuva. Pretežno su međunarodne pričuve uložene u euro (što je logično i zbog tečajne politike koja se temelji na stabilnosti tečaja kune prema euru i zbog visoke euroiziranosti hrvatskoga financijskog sustava), a manji dio pričuva, na temelju opisanih parametara, ulaze se i u američki dolar. Na kraju 2018. udio eura u međunarodnim pričuvama iznosio je 85,1%, dok je udio američkog dolara iznosio 12,7%⁵.

Promatra li se dulje razdoblje, udio američkog dolara početkom proteklog desetljeća dosegao je i razinu od oko 40% (Slika 2.). Postupnim smanjivanjem udjela dolara, u skladu s ocjenom o manjoj potrebi gospodarstva za amortizerom u obliku dolarske likvidnosti, smanjena je kolebljivost nerealiziranih tečajnih razlika koja proizlazi iz promjene kuskog iskaza međunarodnih pričuva zbog promjene tečaja eura prema dolaru. Time je smanjen i rizik od ostvarivanja većih gubitaka po tom osnovi.

Budući da HNB stabilizira tečaj kune prema euru, ne može istodobno utjecati i na kretanje tečaja američkog dolara prema kuni, već on ovisi o tečaju dolara prema euru koji se određuje na svjetskome deviznom tržištu. Relativna godišnja promjena

Slika 2. Valutna struktura međunarodnih pričuva HNB-a od 2000. do 2018.



Izvor: HNB

tečaja kune u odnosu na dolar stoga je najčešće veća od promjene tečaja kune u odnosu na euro. To potvrđuje prosječna godišnja kolebljivost tečaja dolara prema euru koja je oko pet puta veća od prosječne kolebljivosti tečaja kune prema euru i stoga može značajno utjecati na tečajne razlike od ulaganja pričuva (kao što je to bilo u 2017.).⁶ Na kraju potrebno je naglasiti da je kretanje tečaja dolara prema euru vrlo neizvjesno i gotovo nepredvidivo te ovisi o mnogim globalnim makroekonomskim, financijskim, monetarnim, (geo)političkim i drugim čimbenicima. S obzirom na opisanu valutnu strukturu međunarodnih pričuva taj se valutni rizik zapravo u potpunosti preuzima radi očuvanja kupovne moći međunarodnih pričuva.

Kao jedno od mogućih rješenja problema uobičajene otvorene valutne pozicije u bilanci središnje banke katkad se u raspravama nameće mogućnost zaštite od valutnog rizika (engl. *hedging*). No zanemaruje se činjenica da se zaštitom od valutnog rizika zapravo smanjuje raspoloživost pričuva te se poništava već obrazložena svrha njihova držanja. Pritom se često ne razmatraju neke posljedice takvih akcija, uključujući i pripadajuće troškove. Prvo, valja razlikovati zaštitu devizne pozicijom u domaćoj valuti, čime se zaista uklanja valutni rizik, od zaštite jedne devizne pozicije drugom deviznom pozicijom (primjerice dolarske eurskom pozicijom), kada je valutni rizik i dalje prisutan, te se tečajne razlike i dalje evidentiraju u domaćoj valuti.

U praksi se potpuno zatvaranje otvorene devizne pozicije u domaću valutu u slučaju središnje banke u monetarnom smislu ne čini opravdanim, niti je ono tržišno moguće. Kada bi se devizna imovina i željela supstituirati domaćom imovinom (valutom), takav bi posao zasigurno ugrožavao ciljeve monetarne politike jer bi se radilo o značajnim iznosima. Također, operacije zaštite od valutnog rizika domaćom valutom bile bi zapravo devizne intervencije na terminskom tržištu s implikacijama na tečaj domaće valute. Primjerice, kada bi HNB svoju dugu deviznu poziciju želio skratiti zamjenom devizne imovine

⁵ Preostalih 2,1% pričuva odnosilo se na posebna prava vučenja (engl. *Special Drawing Rights* – SDR).

⁶ Unatoč tome što je udio dolara u međunarodnim pričuvama manji od udjela eura, zbog njegove veće kolebljivosti značajan dio postojećih općih pričuva HNB-a, koje između ostaloga služe za pokrivanje negativnih tečajnih razlika, formiran je od obračunatih pozitivnih nerealiziranih tečajnih razlika na temelju kretanja tečaja kune prema dolaru u prethodnim razdobljima.

za kunsku, to bi značilo da bi poslovne banke u takvom poslu s druge strane morale ponuditi kune, i to u golemim iznosima. To bi samo stvorilo dodatne aprecijacijske pritiske i destabiliziralo tečaj, što bi zahtijevalo nove devizne intervencije i rast međunarodnih pričuva. Stoga tržišne prilike zaštite od valutnog rizika za tako velike iznose kao što su ukupne međunarodne pričuve u maloj zemlji s valutom koja nema status rezervne svjetske valute u praksi ne postoje (ne postoji mogućnost zaštite primjerice 15 mlrd. eurske imovine u kunsku). Zaštita od valutnog rizika u slučaju zemalja članica europodručja u većoj je mjeri tržišno izvediva i banke se njome služe (primjer Nizozemske ili Litve) jer većinu svoje imovine ionako drže u euru, odnosno samo njezin manji dio (primjerice dolara ili neke treće valute) mogu zaštititi eurom, koji im je domaća valuta.⁷

Opisana zaštita od valutnog rizika domaćom valutom nije isto što i pokrivanje jedne devizne izloženosti nekom drugom. Primjerice, kod zaštite imovine u američkom dolaru imovinom u euru, koji je u slučaju HNB-a također strana valuta, zapravo nema potpune eliminacije valutnog rizika. Iako se takva politika može pokazati opravdanom u smislu podrške financijskom rezultatu središnje banke (ako se pogodi kretanje tečaja eura i dolara u nekom razdoblju), ona nosi određeni, često znatan, financijski trošak, a u dužem roku ne mora jamčiti ostvarivanje pozitivnog izvještaja o dobiti jer i dalje zapravo ne štiti od tečajnih promjena devizne imovine u odnosu na domaću valutu.

Također, takva zaštita od valutnog rizika podrazumijeva promjenu valutne strukture međunarodnih pričuva, što može biti u suprotnosti sa željenom valutnom strukturom koja je primarno određena na temelju vanjskih rizika za zemlju. Naime, upravo održavanje valutne strukture bilance središnje banke relativno stabilnom jest optimizacija i zaštita od valutnog rizika zemlje. Dakle, zaštitom od valutnog rizika gubi se diversifikacija, i tečajna i kamatna. Također, u konkretnom primjeru HNB-a valja imati na umu da su neto tečajne razlike akumulirane u razdoblju od 2003. do 2018. godine bile pozitivne, te su pridonijele formiranju općih pričuva na kapitalnim računima HNB-a.

Na kraju može se navesti primjer Švicarske središnje banke, koja u skladu s ciljevima svoje monetarne politike raspolaže velikim međunarodnim pričuvama, pa je ujedno izložena i znatnom valutnom riziku. Švicarska središnja banka u svojim godišnjim izvješćima (SNB, 2015., 2016.) redovito obrazlaže kako veliku izloženost tečajnom riziku nema smisla zaštićivati na tržištu, jer bi to imalo nepoželjne posljedice za monetarnu politiku. Takve operacije, npr. *forward* prodaje deviza za švicarski franak, dovele bi do potražnje za francima na tržištu i samo bi stvorile dodatne aprecijacijske pritiske na domaću valutu. Zbog tog se razloga tečajni rizik smatra inherentnim dijelom upravljanja deviznim pričuvama.

4. Utjecaj tečajnih razlika na rezultat poslovanja HNB-a

Hrvatska narodna banka još je od 2003. godine kontinuirano bilježila pozitivan financijski rezultat, sve do gubitka u 2017. te ponovno u 2018. godini (financijski rezultati, glavne komponente izvještaja o dobiti ili gubitku i raspodjela dobiti u državni proračun od 2003. do 2018. godine prikazani su u Tablici 1. i na Slici 1.). Kumulativno je HNB u tih šesnaest godina ostvario dobit u iznosu od 13 mlrd. kuna (uključujući i tečajne razlike), od čega je 8,3 mlrd. kuna bilo alocirano u opće pričuve, dok je 4,8 mlrd. kuna bilo raspoređeno u državni proračun. Ako se promatra razdoblje od posljednjih dvadeset i sedam godina, u državni proračun RH raspoređena je dobit u dvadeset i jednoj godini, i to u ukupnom iznosu od 7,3 mlrd. kuna.

Gubici zabilježeni 2017. i 2018. godine bili su isključiva posljedica negativnih obračunatih nerealiziranih tečajnih razlika, koje su smanjile kunski iskaz međunarodnih pričuva. U 2017. to se dogodilo zbog zamjetnog jačanja kune prema američkom dolaru (više od 12%), što je zapravo bilo rezultat jačanja eura prema dolaru na svjetskim deviznim tržištima. U 2018. godini negativan je utjecaj proizašao iz jačanja kune u odnosu na euro. Ako se izuzmu tečajne razlike, HNB kontinuirano bilježi višak prihoda nad rashodima. Tako je po odnosu neto kamatnih i ostalih prihoda, koji glavinom obuhvaćaju prihode od ulaganja međunarodnih pričuva, prema ukupnim troškovima, kao i svih prethodnih godina, u 2017. i 2018. zapravo ostvaren pozitivan rezultat poslovanja HNB-a, i to u uvjetima

kada su kamatne stope na svjetskim financijskim tržištima na povijesnom minimumu, a velik dio eurskih državnih obveznica nosi negativan prinos. U 2017. ukupni su prihodi HNB-a bili veći od ukupnih troškova za 107 mil. kuna, a u 2018. za 138 mil. kuna, no te iznose značajno su premašile nerealizirane negativne tečajne razlike (visokih –2.659 mil. kuna u 2017. i –603 mil. kuna u 2018.), pa je i konačan financijski rezultat bio –2.554 mil. kuna u 2017. i –468 mil. kuna u 2018.

Gubici su “pokriveni” iz općih pričuva HNB-a koje su se formirale u godinama kada je HNB bilježio pozitivne tečajne razlike. To je zato što se u skladu sa zakonskim odredbama pozitivne nerealizirane tečajne razlike nastale usklađivanjem vrijednosti pozicija bilance stanja s promjenama tečaja i promjenama cijena prenose u opće pričuve na kapitalnim računima HNB-a. Tako opće pričuve služe kao rezerva odnosno zaštitni sloj za buduće negativne tečajne razlike, čime se osigurava da valutni rizici ne ugroze kapital središnje banke.

U apsolutnom su iznosu tečajne razlike u 2017. ujedno bile i najveće do sada, što je posljedica činjenice da je stanje međunarodnih pričuva danas bitno veće od onoga prije deset ili više godina. To je pak rezultat monetarnog režima u okviru kojega je uspješno ostvarena relativna stabilnost tečaja domaće valute u uvjetima pritiska na jačanje tečaja kune, zbog čega je u recentnim godinama zabilježen znatan otkup deviza na domaćem tržištu. Za usporedbu, na kraju 2003. godine stanje međunarodnih pričuva bilo je 6,5 mlrd. EUR, a na kraju 2018.

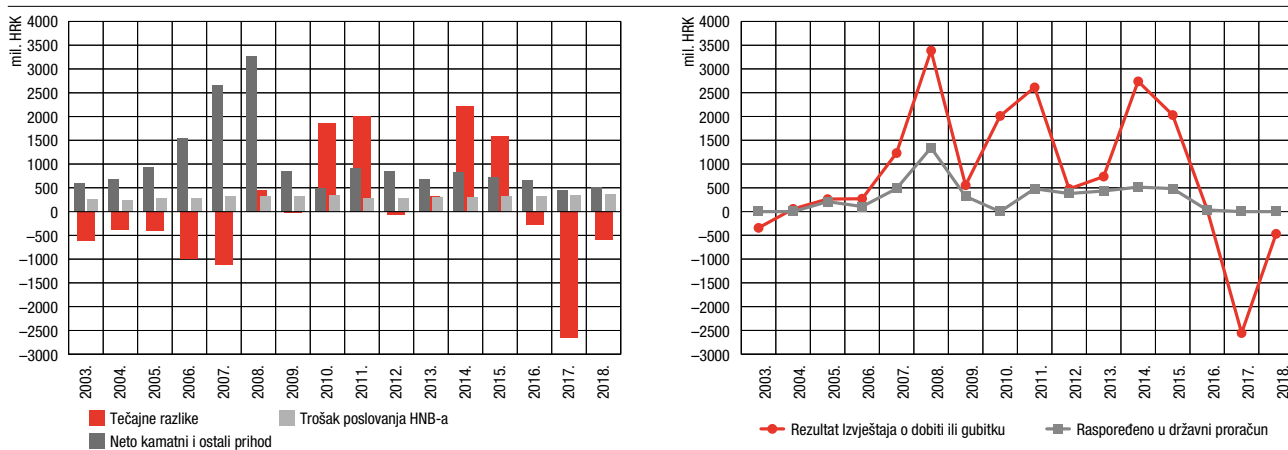
⁷ Postoje i primjeri zaštite od valutnog rizika zemalja koje nisu članice europodručja, npr. Danske, no važno je istaknuti da je tečaj danske krune iznimno stabilan prema euru, dok trošak tih poslova nije zanemariv i bitno determinira ukupan rezultat, što je vidljivo iz godišnjih izvještaja Danske središnje banke.

Tablica 1. Izvještaj o dobiti ili gubitku HNB-a od 2003. do 2018. – komponente, rezultat, formiranje općih pričuva i raspodjela MF-u
u milijunima kuna

	Ukupni prihod	Trošak poslovanja	Smanjenje(+)/povećanje(-) rezervacija	Tečajne razlike	Rezultat izvještaja o dobiti ili gubitku	Raspodjela dobiti u opće pričuve (+)/pokrivanje gubitka iz općih pričuva (-)	Stanje općih pričuva	Raspoređeno u državni proračun
2003.	594,5	250,6	-76,6	-609,7	-342,5	-342,5	2.149,4	0,0
2004.	689,9	246,6	-1,0	-385,7	56,5	56,5	2.211,5	0,0
2005.	934,7	279,6	7,3	-400,8	261,7	52,3	2.268,9	209,4
2006.	1.540,5	284,7	6,9	-992,5	270,2	165,4	2.439,4	104,8
2007.	2.669,0	319,3	-0,4	-1.116,6	1.232,6	747,9	3.199,3	484,7
2008.	3.265,3	330,6	1,1	451,2	3.387,0	2.044,5	5.250,1	1.342,5
2009.	857,6	330,4	41,6	-15,5	553,2	234,9	5.491,2	318,4
2010.	492,8	341,4	-1,4	1.861,6	2.011,6	2.011,6	7.507,8	0,0
2011.	905,1	290,5	-1,4	2.000,6	2.613,9	2.133,8	9.648,6	480,1
2012.	841,6	292,7	0,9	-73,9	475,8	95,2	9.748,9	380,7
2013.	688,5	296,1	15,7	327,5	735,6	303,6	10.058,6	432,0
2014.	829,7	308,9	0,8	2.218,6	2.740,2	2.223,9	12.281,6	516,3
2015.	716,1	318,8	46,3	1.588,2	2.031,8	1.548,8	13.835,6	483,0
2016.	670,3	326,6	-22,8	-278,8	42,1	8,4	13.849,3	33,7
2017.	453,5	346,5	-2,5	-2.658,7	-2.554,2	-2.554,2	11.300,3	0,0
2018.	512,1	374,0	-3,5	-602,9	-468,4	-468,4	10.820,9	0,0
Ukupno 2013. – 2018.	16.661,1	4.937,2	10,9	1.312,4	13.047,2	8.261,7	-	4.785,5

Izvor: Godišnja izvješća HNB-a

Slika 3. Izvještaj o dobiti ili gubitku HNB-a od 2003. do 2018. glavne komponente, rezultat i raspodjela MF-u



Napomena: Glavnina neto kamatnih i ostalih prihoda odnosi se na ulaganja međunarodnih pričuva.

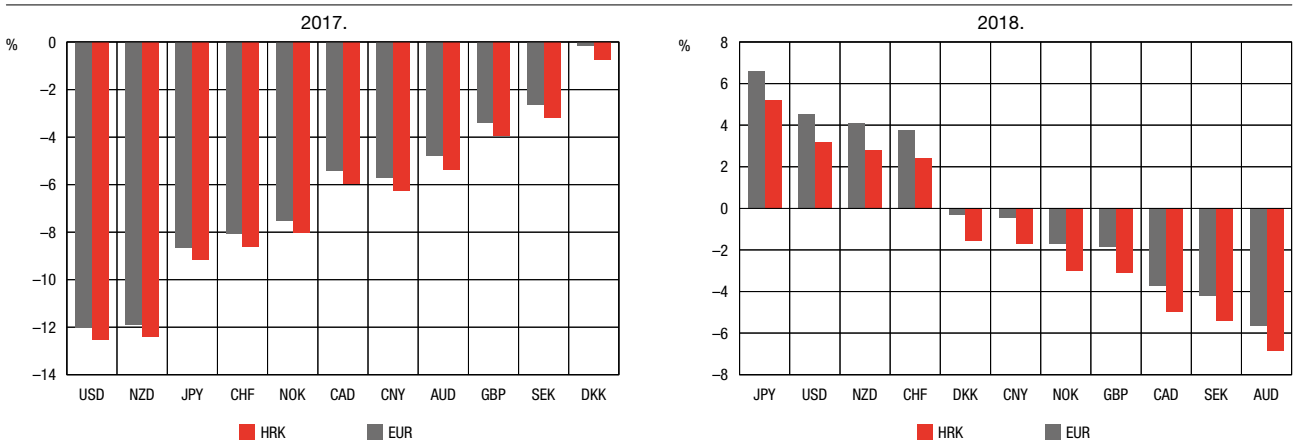
Izvor: Godišnja izvješća HNB-a

godine 17,4 mlrd. EUR, pa je za istu promjenu tečaja iznos tečajnih razlika sada znatno veći.

Kao što je istaknuto u prethodnom dijelu rada, valutnu strukturu međunarodnih pričuva nije uobičajeno ni primjereno učestalo i značajno mijenjati. Međutim, pri analiziranju utjecaja tečajnoga gubitka ostvarenog u 2017. zanimljivo je zamijetiti kako bi on bio zabilježen i da su međunarodne pričuve bile

uložene u bilo koju drugu svjetsku rezervnu valutu. Naime, u 2017. godini je kuna, kao izvještajna valuta HNB-a, ojačala u odnosu na sve rezervne i najvažnije svjetske valute, što je zapravo bilo posljedica zamjetnog jačanja eura u odnosu na sve te iste valute (Slika 4. – lijevo), a manjim dijelom i posljedica jačanja kune prema euru. Euro je prosječno u odnosu na najvažnije svjetske valute u 2017. ojačao za 6,6%, najviše upravo

Slika 4. Promjena tečaja eura i tečaja kune prema najvažnijim svjetskim valutama u 2017. i 2018.



Napomena: Negativna postotna promjena označuje jačanje eura ili kune prema odnosnoj valuti.
Izvori: Bloomberg; tečajnica HNB-a

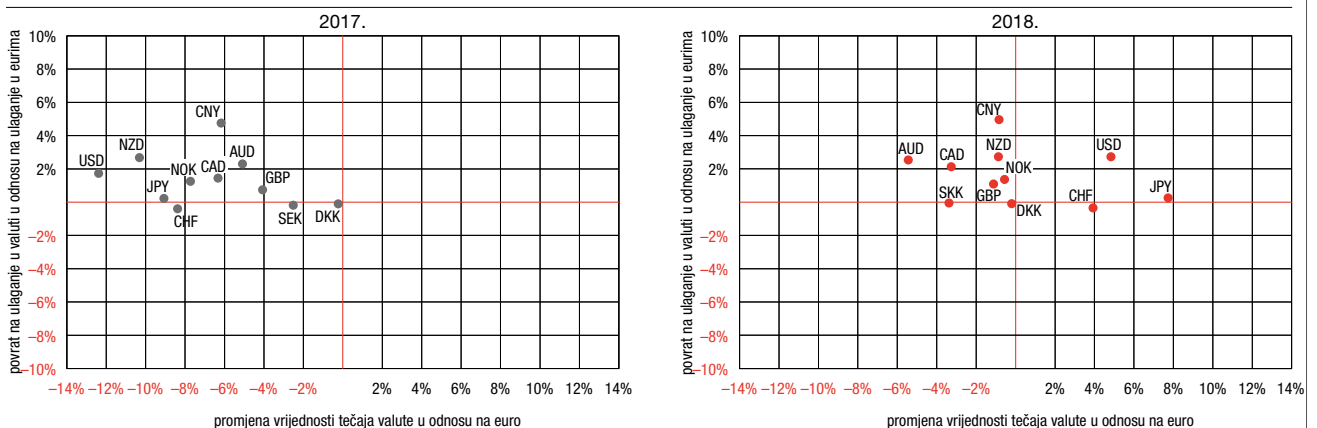
prema američkom dolaru (za 12,4%), a najmanje prema danskoj kruni (za 0,2%).

U 2018. godini situacija je bila drugačija (Slika 4. – desno). Tada su euro, pa onda i kuna, oslabjeli u odnosu na jen, američki i novozelandski dolar te švicarski franak, dok su prema drugim svjetskim valutama ojačali, najviše prema australskom dolaru. Takva disperzija i različiti smjerovi tečajnih promjena samo potvrđuju u kojoj su mjeri tečajna kretanja kolebljiva i nepredvidiva, što sve može jako utjecati na konačnu vrijednost međunarodnih pričuva kada se iskaže u domaćoj valuti.

Isto pokazuje i odnos tečajnih promjena i prosječnih generičkih povrata na ulaganja u različitim svjetskim valutama (na Slici 5. kombiniraju se povrti na izdvojene valute i njihove tečajne promjene u odnosu na euro). Tako je u 2017. godini,

čak i kada se u obzir uzmu više stope povrata na ulaganja u pojedinim svjetskim valutama u odnosu na ulaganja u eurima, u ukupnosti povrat na ulaganje u te valute bio negativan zbog vrlo snažnog jačanja eura, odnosno zbog tečajnih razlika (Slika 5. – lijevo). To dodatno potvrđuje da bi ulaganje pričuva u bilo koju od prikazanih svjetskih valuta u toj godini naposljetku bilo negativno kada bi se iskazalo u kunama. U 2018. godini konačan ishod ulaganja bio bi pomiješan (Slika 5. – desno), no i ovdje su za dio valuta povrti bili gotovo poništeni tečajnim promjenama. Ostvarena kretanja tečajeva ne moraju biti pokazatelj za buduća kretanja, a velika nepredvidivost utjecaja tečajnih kretanja na povrate ulaganja devizne imovine iskazane u domaćoj valuti uvijek je prisutna.

Slika 5. Stopa povrata na ulaganje u svjetske valute i promjene tečajeva u odnosu na euro u 2017. i 2018.



Napomena: Negativna postotna promjena vrijednosti tečaja valute u odnosu na euro označuje jačanje eura (os x), a povrat na ulaganje u druge valute (os y) izračunat je iz generičkih indeksa.
Izvor: Bloomberg

5. Tečajne razlike i financijski rezultati središnjih banaka – međunarodna iskustva

5.1. Imaju li i druge središnje banke valutnu neusklađenost imovine i obveza?

Za razliku od poslovnih banaka, većina središnjih banaka malih i otvorenih gospodarstava ima strukturnu neusklađenost imovine i obveza budući da znatan dio njihove aktive obično čini inozemna imovina odnosno devizne (međunarodne) pričuve, a obveze su nominirane u domaćoj valuti. Dok poslovne banke mogu uskladiti svoju valutnu bilancu kako bi se zaštitile od valutnog rizika i mogućih gubitaka, čime štite svoje dioničare, štediške i konačno sustave osiguranja depozita, primarni su motivi središnjih banaka ostvarivanje ciljeva monetarne politike uz sigurnost i likvidnost u upravljanju imovinom koja pruža fleksibilnost u korištenju instrumentima monetarne politike, a tek na kraju profitabilnost.

Valutna neusklađenost imovine i obveza središnje banke posebno je prisutna u malim otvorenim gospodarstvima (Slika 6.)⁸, osobito onima koje imaju velike devizne transakcije s inozemstvom pa se priljevi i odljevi kapitala odražavaju na bilancu središnje banke. Valutna neusklađenost često odražava i monetarni režim koji središnja banka provodi. To se najviše odnosi na režim monetarne politike koja se temelji na održavanju stabilnosti tečaja domaće valute jer su u njemu devizne intervencije glavni instrument kreiranja i povlačenja primarnog novca. U toj situaciji izbor da se primici od kreiranja obveza središnje banke, što primarni novac jest, ulažu u inozemnu deviznu imovinu, stvara valutni rizik.

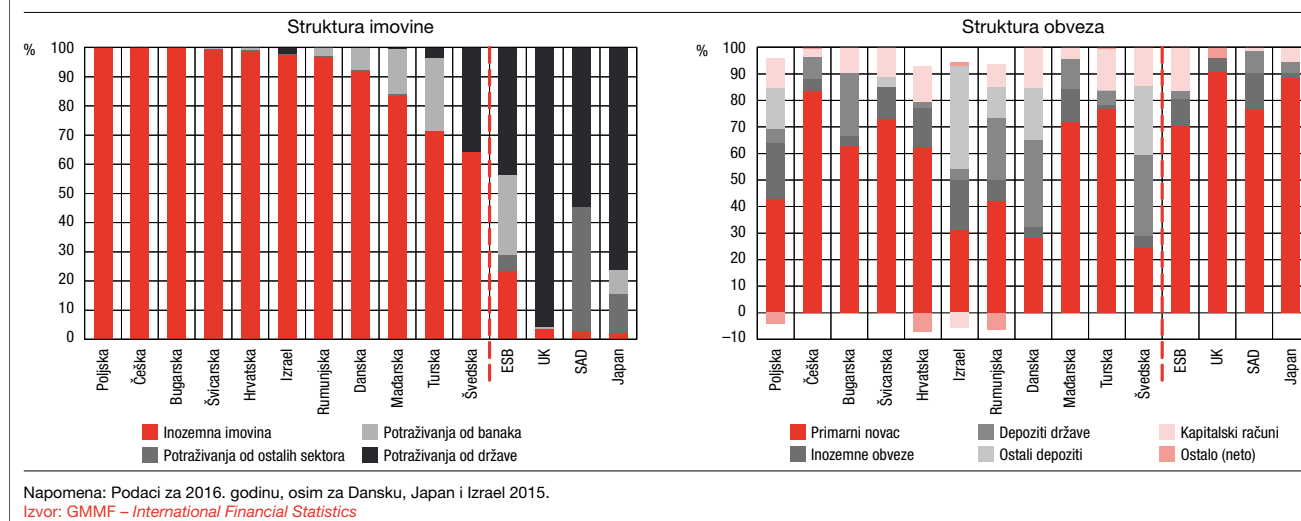
Kao što također navodi BIS (2009.), postoje dvije mogućnosti da se taj valutni rizik smanji, no one su teško provedive u praksi. Jedan način strukturnog izbjegavanja valutne izloženosti bio bi da država, umjesto središnje banke, raspolaze

deviznim sredstvima za interveniranje, pa da središnja banka samo kao agent provodi intervencije, a da u bilanci ne raspolaze devizama. Drugi način bio bi da je devizna imovina u bilanci središnje banke pokrivena deviznim obvezama primjerice od njezina deviznog zaduživanja, što je raspoloživo samo središnjim bankama s visokim kreditnim položajem, pa BIS daje primjer Engleske središnje banke. Međutim, to bi u praksi bilo teško provedivo pogotovo stoga što devizne obveze središnje banke ne mogu biti supstitut za njezine domaće monetarne obveze, koje u bilanci postoje upravo zbog provođenja monetarne politike.

Što se tiče najvažnijih svjetskih središnjih banaka velikih zemalja čije su valute ujedno i rezervne svjetske valute (SAD, europodručje, Japan i Velika Britanija), vidljivo je da one u aktivi nemaju velik udio inozemne imovine (Slika 6. – Struktura imovine desno). Naime, te središnje banke svoje ciljeve ostvaruju koristeći se instrumentima u domaćoj valuti. U imovini dominiraju plasmani bankama u domaćoj valuti odnosno potraživanja od države na osnovi kolaterala primljenog u zalag za operacije na otvorenom tržištu. U novije vrijeme domaća imovina pretežito se odnosi na državne vrijednosne papire otkupljene u sklopu programa kvantitativnog popuštanja. Kako je kod tih središnjih banaka kamatni kanal osnovni instrument provođenja monetarne politike, one ujedno u pravilu vode politiku slobodno fluktuirajućeg tečaja. Tečaj tih valuta određuje se na globalnom deviznom tržištu, pa bi bilo potrebno i znatno više deviznih intervencija u svrhu utjecaja na tečajna kretanja.

Kod središnjih banaka s relativno velikim udjelom inozemne imovine, valutna je izloženost najveći izvor kolebljivosti njihove bilance (BIS, 2009.). Pritom minimiziranje ili smanjivanje te vrste financijske izloženosti ne može imati prednost u odnosu

Slika 6. Struktura imovine i obveza središnjih banaka



8 Širi skup zemalja na istovjetnoj slici, ali s podacima za 2005. godinu, prikazan je u BIS (2009., str. 103 – 104).

na ključne ciljeve monetarne politike kao što su stabilnost cijena i financijska stabilnost. S druge strane, učinkovito upravljanje bilancom vrlo je važno jer utječe na adekvatnost sredstava i sposobnost ispunjavanja ciljeva monetarne politike, dok, kao što vrijedi i u slučaju HNB-a, tečajne razlike mogu znatno utjecati na financijski rezultat i naposljetku na raspodjelu dobiti u državni proračun.

5.2. Tečajne razlike i primjeri negativnih rezultata

S obzirom na to da je HNB u 2017. godini imao tako velike negativne nerealizirane tečajne razlike, korisno je pogledati kako su druge zemlje EU-a prošle po osnovi valutnog rizika. Promatraju li se zabilježene negativne tečajne razlike izabranih središnjih banaka, vidljivo je da su mnoge od njih ostvarile relativno višu razinu negativnih tečajnih razlika od HNB-a, također zbog jačanja eura. Negativne tečajne razlike HNB-a iznosile su $-2,3\%$ ukupnih međunarodnih pričuva, a tečajne razlike Europske središnje banke činile su $-10,1\%$ pričuva, središnje banke Španjolske $-9,5\%$ pričuva, Austrije $-5,6\%$ pričuva i središnje banke Njemačke $-3,9\%$ pričuva itd. Unatoč negativnim tečajnim razlikama ni jedna od prikazanih središnjih banaka nije imala gubitak u 2017. godini, što je u najvećoj mjeri bilo posljedica primjene računovodstvenih pravila ESB-a (više o primjeni računovodstvene Smjernice ESB-a u poglavlju 5.3.).

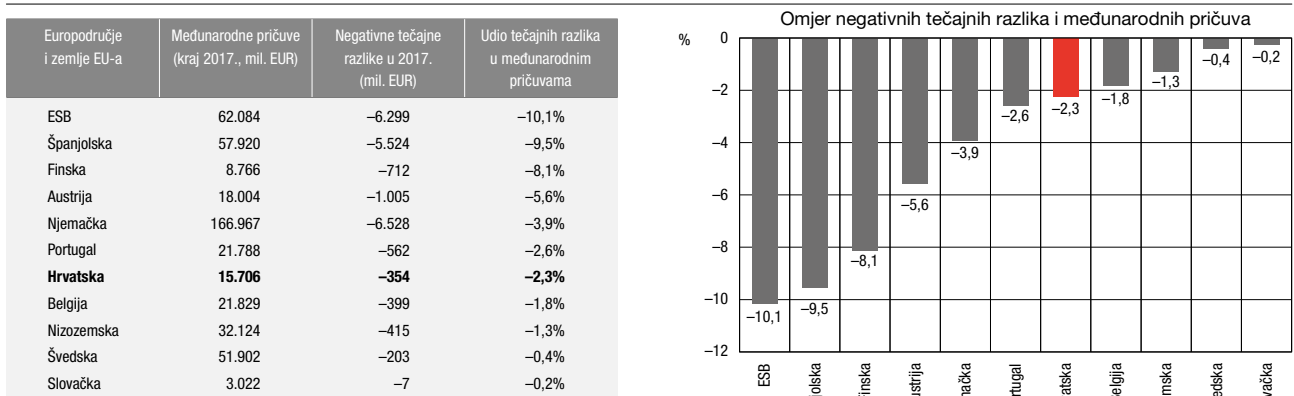
Kao najpoznatiji primjer velikog utjecaja negativnih tečajnih razlika na rezultat poslovanja u novije vrijeme može se izdvojiti Švicarska narodna banka (SNB). U razdoblju nestabilnosti na financijskim tržištima u jeku i nakon globalne financijske krize snažni aprecijacijski pritisci na švicarski franak zbog pojačane potražnje za tom valutom kao sigurnim utočištem doveli su do velikog negativnog rezultata SNB-a u 2010. i 2015. godini. Gubitak SNB-a u 2010. iznosio je $-20,8$ mlrd. CHF ($10,2\%$ pričuva ili $3,4\%$ BDP-a), a u 2015. $-23,3$ mlrd. CHF ($3,9\%$ pričuva ili $3,6\%$ BDP-a). Unatoč tome što SNB primjenjuje

monetarni režim koji je najbliži ciljanju inflacije, što znači da se provodi kamatnim kanalom, dok bi tečaj trebao slobodno fluktuirati, aprecijacija franka primorala je središnju banku da u razdoblju od 2011. do početka 2015. uvede donji limit za tečaj franka prema euru koji je branila intervencijama. Ujedno je zbog toga ostvaren i veliki rast međunarodnih pričuva SNB-a.

Tako veliki negativan rezultat otvara i pitanje njegovog pokrivanja, odnosno utjecaja na kapital središnje banke. O tome u govoru iz 2011. raspravlja sadašnji guverner Švicarske narodne banke Thomas J. Jordan. Jordan (2011.) obrazlaže kako se središnja banka nikako ne može uspoređivati s privatnim poduzećem, jer prije svega ona zapravo nikada ne može biti nelikvidna u domaćoj valuti. Ta institucionalna povlastica omogućava joj da obavlja zadaće i ostvaruje ciljeve unatoč negativnom kapitalu⁹, dok poduzeća u takvoj situaciji ne mogu operativno poslovati odnosno slijedi neki od pravnih postupaka (stečaj, likvidacija ili restrukturiranje). Zbog te svoje prednosti i činjenice da kreiraju primarni novac, središnje bi banke trebale biti u mogućnosti u dugom roku ponovno akumulirati temeljni kapital. No ako je kapital središnje banke ustrajno negativan, kredibilitet i neovisnost te banke zasigurno će biti ugroženi (Jordan, 2011., str. 2 – 3), što umanjuje njezinu financijsku snagu i može ugrožavati ostvarivanje ciljeva i općenito vođenje monetarne politike.

U recentnim tekstovima isto naglašava i Bundesbank (2019.) pozivajući se na ESB (2016.), pri čemu obje institucije ističu da financijska nezavisnost središnje banke podrazumijeva njezinu adekvatnu kapitaliziranost. Nedostatan kapital može nepovoljno utjecati na izvršavanje nacionalnih zadaća središnjih banaka europodručja, a onda i na zajedničko provođenje monetarne politike. Bindseil i dr. (2004.) u empirijskom istraživanju i s pomoću modelske ocjene također zaključuju da je središnjim bankama kapital ključan alat i osiguranje kako bi se nesmetano usredotočile na ostvarivanje temeljnog cilja – stabilnosti cijena i općenito na provođenje odluka o monetarnoj politici. No u istom radu autori navode i nalaze iz literature

Tablica 2. i Slika 7. Usporedba međunarodnih pričuva i negativnih tečajnih razlika izdvojenih zemalja EU-a i ESB-a u 2017.



Izvori: MMF; godišnja izvješća prikazanih središnjih banaka za 2017.

9 Istovjetan argument navodi i Češka središnja banka u svom Godišnjem izvješću za 2017. godinu jer je u toj godini zabilježila iznimno visok gubitak zbog tečajnih razlika, te posljedičnu negativnu vrijednost kapitala na kraju godine (CNB, 2017.).

prema kojima postoje središnje banke koje su unatoč negativnom kapitalu uspješno upravljale inflacijom. Noviji empirijski rad autora Adler i dr. (2016.) također potvrđuje da je financijska snaga odnosno kapital središnje banke relevantan faktor za provođenje monetarne politike.

Stoga, iako središnje banke mogu nastaviti obavljati svoj posao i u uvjetima kada računovodstveno bilježe negativan kapital, njegova pozitivna vrijednost poželjan je preduvjet za uspješno obavljanje institucionalnih zadaća te održavanje kredibiliteta i financijske nezavisnosti. Na kraju, ako kapital nije ugrožen, znači da je središnja banka profitabilna. Bez obzira na činjenicu da maksimiranje profita nije zadaća središnje banke, njezina je profitabilnost, kako navode Chiacchio i dr. (2018.), važna barem zbog tri bitna razloga: fiskalnog (dio zarade prihod je državnog proračuna), već obrazložene sposobnosti provođenja monetarne politike te činjenice da može služiti kao pokazatelj kvalitete provedenih politika.

Središnje banke Slovačke i Češke mogu se izdvojiti kao primjeri u kojima su negativne tečajne razlike od inozemne imovine dovodile do gubitaka koji su naposljetku rezultirali negativnim kapitalom (Slika 8.). Njihove bilance također su bile valutno neusklađene, pa su snažni aprecijacijski pritisci zbog velikih priljeva deviza iz inozemstva i inozemnih ulaganja dovodili do negativnih tečajnih razlika.

U Češkoj su tečajne razlike dovodile do velikih oscilacija financijskog rezultata još u 90-ima, kada su međunarodne pričuve rasle zbog velikih priljeva deviza od privatizacije i zbog tadašnjeg režima fiksnog tečaja, kako navodi Frait (2005.). Slično se nastavilo i u sljedećem desetljeću, kada je središnja banka kontinuirano imala negativno stanje ukupnih kapitalskih računa (Slika 8. – lijevo). Zbog dugog razdoblja potisnute inflacije i recesije u godinama nakon globalne financijske krize, te činjenice da se referentna kamatna stopa središnje banke kao glavni kanal djelovanja monetarne politike spustila na svoj donji limit (engl. *zero lower bound*), Češka narodna banka krajem 2013. uvela je donju granicu tečaja krune prema euru od 27 EUR/CZK kako bi spriječila daljnju aprecijaciju tečaja. Tu granicu branila je učestalim i značajnim devinim intervencijama, a cilj je bio potaknuti vraćanje inflacije k željenim višim razinama. Ta je mjera bila na snazi do travnja 2017., a u tom

razdoblju oporavila se profitabilnost (zbog izostanka negativnih tečajnih razlika) i kapitaliziranost središnje banke. Ujedno su se u razdoblju od 2013. do 2017. zbog velikih otkupa deviza međunarodne pričuve Češke središnje banke utrostručile, s oko 40 mlrd. EUR na više od 120 mlrd. EUR (64% BDP-a).

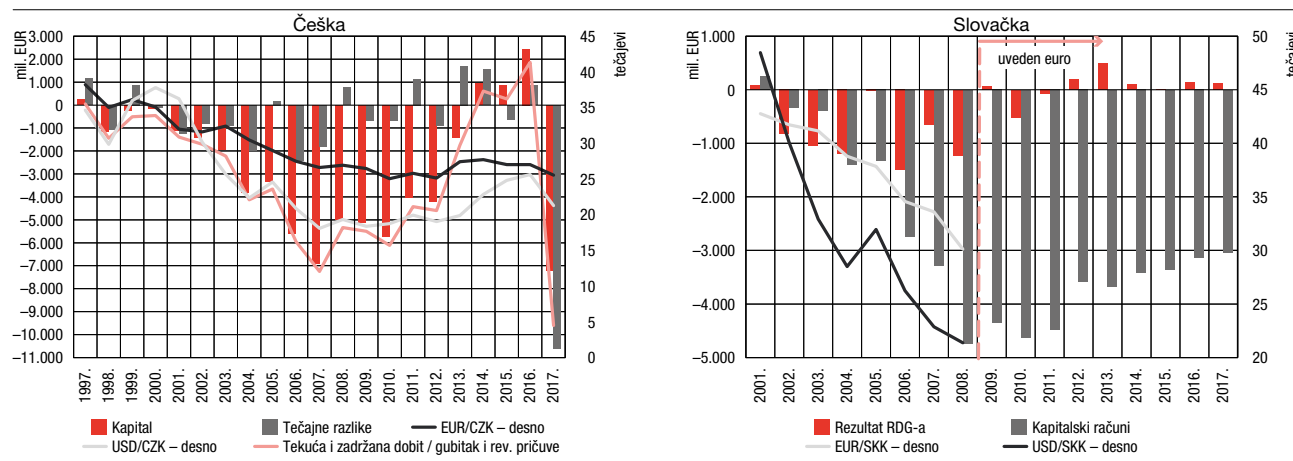
Međutim kada je donja granica tečaja uklonjena, češka kruna ponovno je počela aprecirati u odnosu na euro, a zabilježena je i još snažnija aprecijacija prema američkom dolaru. Budući da je stanje međunarodnih pričuva doseglo iznimno visoku razinu, u 2017. godini ostvarene su velike negativne tečajne razlike, a Češka središnja banka ostvarila je rekordan gubitak, pa su kapitalski računi postali negativni. Jednako kao i u prethodnom primjeru Švicarske središnje banke, Češka narodna banka (2017.) u svojem je godišnjem izvješću također navela da je takva situacija ne ograničava u obavljanju propisanih zadaća i ispunjavanju cilja stabilnosti cijena.

U Slovačkoj, koja je u razdoblju do uvođenja eura 2009. također bilježila zamjetnu aprecijaciju domaće valute u odnosu na euro i dolar, tečajne su razlike dovodile do kontinuiranih gubitaka, a kapitalski računi bili su negativni već početkom prošloga desetljeća (Slika 8. – desno). Pri uvođenju eura u Slovačkoj međunarodne pričuve nominirane u eurima postale su imovina nominirana u domaćoj valuti, stoga se smanjio utjecaj tečajnih razlika na rezultate poslovanja središnje banke, a primjetljivo je da se i kapital počeo postupno oporavljati. Na kraju 2017. Slovačka središnja banka i nadalje je imala negativan kapital, no u strukturi aktive udio inozemne imovine sada više ne prelazi ni 50%, odnosno znatno je niži u odnosu na usporedive zemlje koje i dalje imaju vlastitu valutu.

5.3. Računovodstveni aspekt i Smjernica ESB-a

Analizira li se rezultat poslovanja ESB-a za 2017. godinu, vidljivo je da je ESB u toj godini zabilježio znatne negativne tečajne razlike. Razlog je bio isti kao i u primjeru HNB-a, zamjetno jačanje eura u odnosu na američki dolar, ali i u odnosu na ostale valute kojima u svojoj imovini raspoložu te središnje banke. ESB-ove negativne tečajne razlike u 2017. iznosile su –6,7 mlrd. EUR, no unatoč tome zabilježena je dobit od 1,3

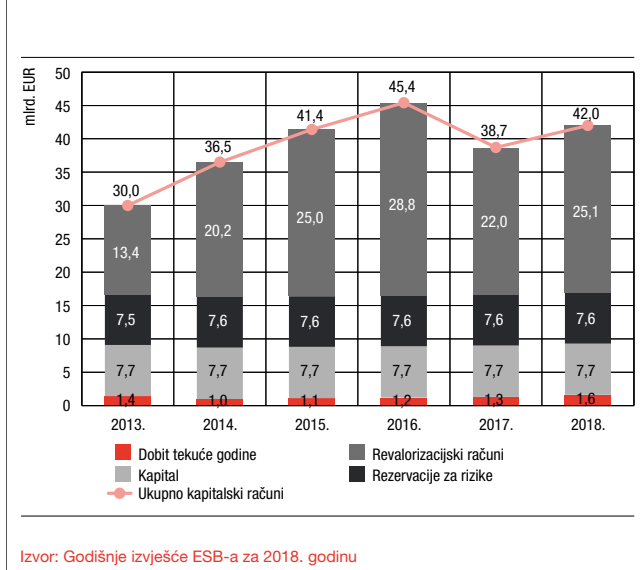
Slika 8. Kretanje tečaja, tečajne razlike i kapital središnjih banaka Češke i Slovačke



Izvori: Godišnja izvješća središnjih banaka Češke i Slovačke

mlrd. EUR, što je bilo posljedica primjene računovodstvenih pravila ESB-a (tzv. Smjernice ESB-a)¹⁰. Naime, Smjernica ESB-a omogućava pokrivanje negativnih tečajnih razlika izravno iz zaštitnog sloja kapitala stvorenog za tečajne rizike i time "štiti" financijski rezultat iskazan u računu dobiti ili gubitka od utjecaja negativnih tečajnih razlika, dok se prema računovodstvenim pravilima MSFI-ja, koji je trenutačno dužan primjenjivati HNB u skladu sa Zakonom o HNB-u, tečajne razlike prvo priznaju u računu dobiti ili gubitka i mogu odrediti ukupni rezultat kao što je upravo bilo 2017. godine.

Slika 9. Kapitalni računi i rezultat poslovanja ESB-a



Izvor: Godišnje izvješće ESB-a za 2018. godinu

Smjernica ESB-a primjenjuje pristup pri kojem se nerealizirani dobiti i gubici od tečajnih razlika i promjene cijena evidentiraju na revalorizacijskim računima. Na taj način gubici od tečajnih razlika imaju nepovoljan učinak na rezultat u računu dobiti ili gubitka tek ako na kraju godine prelaze ("potroše") stanje na odgovarajućem revalorizacijskom računu. Budući da je stanje revalorizacijskih računa ESB-a na kraju 2016. godine bilo 28,8 mlrd. EUR, negativne tečajne razlike u 2017. bez

problema su pokrivena s tih računa, a ESB je umjesto gubitka zabilježio dobitak jednak dobiti iz redovnog poslovanja (Slika 9.). Već u 2018. ESB je imao pozitivne tečajne razlike po svojoj deviznoj financijskoj imovini, pa su revalorizacijski računi ponovno porasli, uz ostvarenu dobit sličnu onoj iz prethodnih godina. To je jedna od ključnih prednosti primjene Smjernice ESB-a koju će HNB primijeniti u procesu uvođenja eura u Hrvatskoj. Uz stvaranje adekvatnih zaštitnih slojeva, tečajne razlike ne bi trebale "iskrivljavati" sliku financijskog rezultata poslovanja HNB-a. Tako bi primjerice, da je HNB financijske izvještaje za 2017. sastavljao po Smjernici ESB-a, uz formiranje zaštitne slojeve za tečajne rizike, konačni rezultat izvještaja o dobiti za 2017. bio pozitivan i iznosio bi oko 100 mil. kuna, za razliku od zabilježenoga gubitka od 2.554 mil. kuna.

Sve središnje banke europodručja, koje moraju primjenjivati Smjernicu ESB-a, već godinama bilježe isključivo pozitivne rezultate izvještaja o dobiti ili gubitku. Izvan europodručja mnoge središnje banke oslanjaju se na Međunarodne standarde izvještavanja, no često to ne čine u potpunosti, odnosno uključuju posebna nacionalna zakonska rješenja koja opet na određen način uzimaju u obzir specifičnosti poslovanja središnje banke (KPMG, 2012.). Bunea i dr. (2016.) daju pregled primjene različitih računovodstvenih okvira gotovo šezdeset središnjih banaka (razvrstavaju ih u čak četiri različite skupine), što samo odražava činjenicu da postoje različiti pristupi.

Na kraju, kako su pokazali i Bunea i dr. (2016.), središnje banke općenito primjenjuju različita pravila glede pokrivanja gubitaka i raspodjele dobiti, što je također isključiva posljedica njihovih nacionalnih zakonodavnih odredbi, zbog čega financijski rezultati često ne mogu biti dobra mjera uspješnosti njihova poslovanja. Svedjedno, naglašavaju kako dugoročno ostvarivanje profita jača kredibilitet središnje banke i doprinosi njezinoj financijskoj neovisnosti, dok pravila koja ne bi omogućila formiranje adekvatnih zaštitnih slojeva mogu imati suprotan učinak. Isto tako, Goncharov i dr. (2017.) pokazuju da središnje banke i nisu baš nezainteresirane za to hoće li poslovati pozitivno, dokumentirajući kako su signifikantno sklonije prikazivati blago pozitivne nego blago negativne profite, posebice kada postoje jaki pritisci na instituciju.

6. Pogled prema naprijed

Primjena različitih računovodstvenih standarda može imati velik utjecaj na konačan financijski rezultat, posebno glede pokrivanja financijskih rizika¹¹. Izbor računovodstvenih pravila stvar je nacionalnog zakonodavstva i međunarodne prakse ili obveze, kao što je to u Eurosustavu, u kojem su nacionalne središnje banke zemalja članica europodručja dužne primjenjivati opisanu Smjernicu ESB-a. Središnja banka specifična je institucija odnosno ekonomski subjekt kojem nije cilj maksimiranje profita, stoga je po prirodi posla primjerenije pojedine računovodstvene aspekte tretirati drugačije od komercijalnih financijskih institucija, što Smjernica ESB-a prepoznaje. Još iz

2004. (Foster, 2004.) može se naći ocjena da su pravila prema Smjernici ESB-a (tada zapravo standardi ESSB-a) najbliža računovodstvenom okviru koji uzima u obzir zajedničke specifičnosti središnjih banaka, a to se posebno odnosi na priznavanje dobitaka i gubitaka po tečajnim razlikama.

Na primjeru financijskog rezultata HNB-a 2017. i 2018. godine pokazalo se kako nerealizirane tečajne razlike po međunarodnim pričuvama uz primjenu Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja mogu dovesti do gubitka, što može stvoriti pritisak na središnju banku koja se često krivo percipira kao institucija koja nikada ne bi trebala ostvarivati gubitke.

¹⁰ Smjernica ESB-a o pravnom okviru za računovodstvo i financijsko izvještavanje u Europskom sustavu središnjih banaka.

¹¹ Potvrđeno u ESB-ovu istraživanju Schwarz i dr. (2014.)

Mnoge druge središnje banke zemalja članica EU-a u proteklim su godinama također bilježile negativne tečajne razlike, a u 2017. velik je broj središnjih banaka iz europodručja imao relativno veće negativne tečajne razlike nego HNB. Postoji i niz primjera središnjih banaka kod kojih su negativne tečajne razlike dovele do negativnoga kapitala, dok kod HNB-a kapital nikada nije bio ugrožen jer su se tijekom godina od pozitivnih tečajnih razlika formirale opće pričuve, koje upravo služe za pokrivanje minusa kakvi su bili u 2017. i 2018. Međutim, tek buduća primjena računovodstvene Smjernice ESB-a pružit će okvir za rješenje problema takvog utjecaja tečajnih razlika na financijski rezultat poslovanja.

Strateška odluka o uvođenju eura u Hrvatskoj¹², između ostaloga, znači da će HNB u postupku prilagodbe započeti s primjenom računovodstvenih pravila Europske središnje banke. Do tada HNB će sastavljati financijske izvještaje u skladu s Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja koji su prije svega namijenjeni subjektima čiji je cilj ostvarivanje dobiti te nisu primjereni poslovanju središnjih banaka s obzirom na njezine specifičnosti. Pri prelasku na Smjernicu ESB-a bit će iznimno važno stvoriti adekvatne zaštitne slojeve (engl. *buffer*) za sve rizike, uključujući i valutni rizik, pa na taj način tečajne razlike više neće izravno utjecati na rezultat poslovanja.

7. Literatura

- Adler, G., Castro, P. i Camilo, T. (2016.): *Does central bank capital matter for monetary policy?* Open Economies Review, 2016., vol. 27, issue 1, str. 183 – 205
- Allegret, J.-P. i Allegret, A. (2018.): *The role of international reserves holding in buffering external shocks*, Applied Economics, Taylor & Francis Journals, vol. 50(29), str. 3128 – 3147, lipanj
- Archer, D. i Moser-Boehm, P. (2013.): *Central bank finances*, BIS paper No. 71
- Bindseil, U., Manzanares, A. i Weller, B. (2004.): *The role of central bank capital revisited*, Working Paper Series 392, European Central Bank
- BIS (2009.): *Issues in the governance of central banks – A report from the Central Bank Governance Group*, poglavlje *Financial resources and their management*, str. 103 – 134
- Bundesbank (2019.): *Annual report 2018*, Deutsche Bundesbank
- Bunea, D., Karakitsos, P., Merriman, N. i Studener, W. (2016.): *Profit distribution and loss coverage rules for central banks*, ECB Occasional Paper Series No 169, travanj
- Chiacchio, F., Claeys, G. i Papadia, F. (2018.): *Should we care about central bank profits?*, Policy Contributions 27096, Bruegel
- CNB (2017.): *Annual report 2017*, Czech National Bank
- Čeh, A. M. i Krznar, I. (2009.): *Optimalne međunarodne pričuve HNB-a s endogenom vjerojatnošću krize*, HNB, Istraživanja I-24
- DNB (2018.): *Market fluctuations can have a large impact on net foreign assets*, Danmarks Nationalbank Analysis No. 4, ožujak 2018.
- Dumičić, M., Ljubaj, I. i Martinis, A. (2017.): *Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj*, HNB, Pregledi P-37
- ESB (2006.): *The accumulation of foreign reserves*, Occasional Paper Series, No. 43/February 2006, European Central Bank
- ESB (2016.): *Convergence report*, European Central Bank, lipanj.
- ESB (2017.): *Annual accounts of the ECB 2017*, European Central Bank
- ESB (2018.): *Annual accounts of the ECB 2018*, European Central Bank
- Foster, J. (2004.): *Central bank risk management and international standards*, sekcija publikacije *New Horizons in Central Bank Risk Management*, PWC Central Banking Publications
- Frait, J. (2005.): *Exchange rate appreciation and negative central bank capital: is there a problem?*, bilješke pripremljene za forum: *Central bank finances and impact on independence*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 31. kolovoza – 2. rujna 2005.
- Goncharov, I., Ioannidou, V. i Schmalz, M. C. (2017.): *(Why) Do central banks care about their profits?*, CESifo Working Paper Series 6546, CESifo Group Munich
- HNB (2003. – 2018.): *Godišnje izvješće*, od 2003. do 2017. godine
- Jordan, T. J.: *Does the Swiss National Bank need equity?*, govor na Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft, Basel, https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20110928_tjn/source/ref_20110928_tjn.en.pdf
- KPMG (2012.): *Current trends in central bank financial reporting practices*, <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2014/03/banking-financial-reporting-practices.pdf>

12 Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj (2017.)

- MMF (2009.): *Balance of payments and international investment position manual*, Sixth Edition (BPM6), International Monetary Fund, Washington, D. C.
- MMF (2014.): *Revised guidelines for foreign exchange reserve management*, International Monetary Fund, Washington, D. C.
- Rodrik, D. (2006.): *The social costs of foreign exchange reserves*, International Economic Journal, Taylor & Francis Journals, vol. 20(3), str. 253 – 266
- Schwarz, C., Karakitsos, P., Merriman, N. i Studener, W. (2014.): *Why accounting matters, a central bank perspective*, ESB Occasional Paper Series No. 153., svibanj
- SNB (2015.): *108th Annual report*, Swiss National Bank
- SNB (2016.): *109th Annual report*, Swiss National Bank
- Vlada Republike Hrvatske i HNB (2017.): *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj*, prijedlog, listopad

Do sada objavljeni Pregledi

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

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-33	Listopad 2017.	Uvođenje eura u Hrvatskoj: mogući učinci na međunarodnu razmjenu i ulaganja	Maja Bukovšak, Andrijana Ćudina, Nina Pavić
P-34	Listopad 2017.	Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj	Andreja Pušnik
P-35	Listopad 2017.	Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?	Davor Kunovac i Nina Pavić
P-36	Listopad 2017.	Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku?	Mislav Brkić i Ana Šabić
P-37	Listopad 2017.	Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj	Mirna Dumičić, Igor Ljubaj i Ana Martinis
P-38	Studeni 2017.	Procjena potencijalnog rasta i jaza BDP-a u Hrvatskoj	Goran Jovičić
P-39	Siječanj 2018.	Mikroekonomski aspekti kretanja produktivnosti tijekom velike recesije u Hrvatskoj: rezultati istraživanja modula za produktivnost Istraživačke mreže za konkurentnost (CompNet)	Miljana Valdec i Jurica Zmc
P-40	Ožujak 2018.	Sezonska prilagodba vremenskih serija i utjecaj kalendara na gospodarsku aktivnost	Ante Čobanov
P-41	Prosinac 2018.	Cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj	Davor Kunovac i Karlo Kotarac
P-42	Siječanj 2019.	Karakteristike hrvatskih izvoznika iz prerađivačkog sektora i oporavak izvoza tijekom velike recesije – rezultati istraživanja modula za trgovinu Istraživačke mreže za konkurentnost (CompNet)	Miljana Valdec i Jurica Zmc
P-43	Kolovoz 2019.	Tromjesečni projekcijski model za Hrvatsku	Nikola Bokan, Rafael Ravnik
P-44	Kolovoz 2019.	Povrat na inozemna ulaganja u Hrvatskoj i usporedivim zemljama	Andrijana Ćudina

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 prihvatanju 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 Helveticici (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)