

Tečaj i proizvodnja nakon  
velike ekonomske krize i  
tijekom tranzicijskog  
razdoblja u Srednjoj Europi

Velimir Šonje

*Izdaje:*

Hrvatska narodna banka  
Direkcija za odnose s javnošću i izdavačku djelatnost  
Trg burze 3, 10000 Zagreb  
Telefon centrale: 4564-555  
Telefon: 4922-070, 4922-077  
Telefaks: 4873-623

*Web adresa:*

<http://www.hnb.hr>

*Glavni urednik:*

dr. Boris Vujčić

*Uredništvo:*

dr. Ante Babić  
mr. Igor Jemrić  
dr. Evan Kraft

*Urednica:*

Romana Sinković

*Grafički urednik:*

Slavko Križnjak

*Lektura:*

Marija Grigić

*Suradnica:*

Ines Merkl

*Tisak:*

Poslovna knjiga d.o.o., Zagreb

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

Tiskano u 360 primjeraka

ISSN 1332-1900

Velimir Šonje

## TEČAJ I PROIZVODNJA NAKON VELIKE EKONOMSKE KRIZE I TIJEKOM TRANZICIJSKOG RAZDOBLJA U SREDNJOJ EUROPI

### Sažetak

Autor uspoređuje utjecaj tečaja na ekonomsku aktivnost tijekom dvaju različitih povijesnih razdoblja: razdoblja nakon velike ekonomske krize i razdoblja druge tranzicijske faze u Srednjoj Europi (1994-1998). Osnovna je pretpostavka da dobrobiti od devalvacije mogu zapravo proizlaziti iz koordinacije međunarodne ekonomske politike. To je važna razlika jer dobrobiti od devalvacije vode prema receptu politike “ako svugdje dođe do devalvacije, svi imaju koristi”, dok dobrobiti od koordinacije vode prema mnogo pažljivijem provođenju tečajne politike. Autor utvrđuje da su velike devalvacije/deprecijacije u tranzicijskim zemljama uvijek štetne za rast, a male fluktuacije tečaja podupiru različite scenarije proizvodnje, ovisno o početnim uvjetima i/ili brzini tržišnih reformi (pri čemu drugi čimbenik ovisi o prvome), te o povijesnim okolnostima (primjerice, o članstvu u bivšem Sovjetskom Savezu). Prividne koristi od devalvacije koje su se negdje pojavile možda su jednostavno proizišle iz toga što su mala i otvorena gospodarstva uspješno koordinirala svoje monetarne politike sa svojim glavnim trgovinskim i financijskim partnerima. Mnoge tzv. dobrobiti devalvacije u razdoblju nakon velike ekonomske krize mogu biti pripisane uspješnoj koordinaciji između skandinavskih zemalja i njihova glavnog trgovinskog partnera – Velike Britanije. Uspoređujući dvije vrlo različite povijesne epizode, autor zaključuje da devalvacija nije dobra strategija za pojedinu zemlju i da pristup “ako svugdje dođe do devalvacije, svi imaju koristi” ne može automatski biti utvrđen kao recept politike. Troškovi devalvacije često mogu premašiti koristi koje ona donosi. Rezultati ovog rada idu i dalje od uobičajenog kreda ekonomista da nijedan tečajni režim nije dobar za sve zemlje u svim vremenima. Rezultati upućuju na to da međunarodni mehanizmi širenja kriza, institucionalna obilježja međunarodnih tržišta kapitala i pitanja vezana za koordinaciju međunarodne ekonomske politike imaju ključnu važnost pri određivanju učinka devalvacije.

**JEL:** F31, E23, N10.

**Ključne riječi:** tečaj; proizvodnja; međunarodni mehanizmi širenja kriza; velika ekonomska kriza

## Sadržaj

Uvod . . . . .	1
1. Obnovljeno zanimanje za veliku ekonomsku krizu . . . . .	2
2. Rezultati regresijske analize: devalvacija i/ili koordinacija . . . . .	5
3. Tranzicija 1990-ih: je li poruka “ne devalvirati”. . . . .	7
Zaključak . . . . .	10
Literatura . . . . .	12

# TEČAJ I PROIZVODNJA NAKON VELIKE EKONOMSKE KRIZE I TIJEKOM TRANZICIJSKOG RAZDOBLJA U SREDNJOJ EUROPI

## Uvod

Veličina pada proizvodnje na početku tranzicijskog razdoblja može se usporediti s onom tijekom velike ekonomske krize (Mundell, 1997). Mnogo je radova napisano o ulozi tečaja tijekom velike ekonomske krize, kao i o izboru tečajnog režima tijekom tranzicijskog razdoblja. Ipak, koliko je autoru članka poznato, još nije bilo pokušaja da se usporedi odnos između tečaja i proizvodnje tijekom te dvije povijesne epizode, međusobno razdvojene razdobljem od 60 godina, ali iznimno slične s obzirom na smanjenje proizvodnje. Niz znanstvenika, osobito Eichengreen i Sachs (1985), sam Eichengreen (1996) te Obstfeld i Taylor (1997) ispitivali su učinke devalvacije valute preko potražne strane tijekom velike ekonomske krize. Njihov je zaključak bio da je devalvacija imala koristan učinak na proizvodnju. Međutim, ti znanstvenici nisu uzeli u obzir da je devalvacija u mnogim povijesnim epizodama bila povezana s padom proizvodnje, uključujući i tranzicijsko razdoblje u Srednjoj Europi, kao i u mnogim epizodama financijskih kriza, osobito u Latinskoj Americi. Možda su djelovali ostali čimbenici, ponajprije čimbenici na strani ponude, koji dovode u pitanje navodne dobre učinke devalvacije. Ovaj je rad pokušaj ispitivanja empirijskih rezultata o odnosu između tečaja i proizvodnje u kontekstu širega stiliziranog niza činjenica tijekom dviju različitih povijesnih epizoda.

Čini se da predodžbe o učincima devalvacije na proizvodnju nisu zasnovane na empirijskim rezultatima, već su čvrsto utemeljene na vjerovanjima. S jedne strane, Bordo i Schwartz (1996) tvrde da je tzv. cilj domaće politike (proizvodnja i zaposlenost) u sukobu s vanjskim ograničenjima (stabilni tečaj), što dovodi do valutne krize. Nasuprot tome, Hausmann i sur. (1999) te Eichengreen i Hausmann (1999) tvrde da fluktuirajući tečaj prenosi egzogene kamatne i druge svjetske šokove te tako devalvacija vodi u recesiju. Između tih suprotnih stajališta postoje i srednji stavovi (npr. Krugman, 1999), ali u ovom radu nijedan od njih nije prihvaćen. Ovaj je rad pokušaj da se naglasi uloga koordinacije međunarodne ekonomske politike. Glavna je pretpostavka da dobrobiti koje proizlaze iz devalvacije ne smiju biti pomiješane s dobrobitima koje su posljedica uspješne koordinacije međunarodnih ekonomskih politika (devalvacija donosi dobrobit samo ako je dio projekta međunarodne koordinacije ekonomskih politika). U svjetlu te tvrdnje učinci devalvacije mogu zapravo biti neizvjesni. Oni ovise o veličini

zemlje, njezinoj ulozi u međunarodnome monetarnom sustavu, povijesnim okolnostima i sposobnostima zemlje da koordinira politiku. Stoga je za mnoge zemlje, osim možda za najveće zemlje svijeta, devalvacija tijekom velike ekonomske krize bila korisna samo utoliko što je olakšavala koordinaciju politike s glavnim trgovinskim partnerima i nabavljačima svjetske valute. Čini se da tijekom tranzicijskog razdoblja nema nijedne stvarne dobrobiti od devalvacije. Naprotiv, čini se da je devalvacija bila štetna za rast, barem tijekom razdoblja od 1994. do 1998. To se može objasniti činjenicom da su deprecijacije/devalvacije tranzicijskog tipa uglavnom bile valutne krize ili upravljane deprecijacije potaknute unutrašnjim ciljevima te stoga nisu nimalo koristile rastu.

Prvi odjeljak ovog rada pregled je novijeg empirijskog zanimanja za veliku ekonomsku krizu. U drugom odjeljku izneseni su ekonometrijski podaci za razdoblje nakon velike ekonomske krize, tj. za razdoblje 1930-ih. Rezultati za europske zemlje pokazuju da su koristi od devalvacije bile ograničene samo na Ujedinjeno Kraljevstvo i skandinavske zemlje. Rezultati također pokazuju da kontrole tečaja nisu utjecale na rast u Europi tijekom 1930-ih. Ti su rezultati vrlo različiti od rezultata prijašnjih radova koji su upućivali na pozitivan učinak kapitalske kontrole na rast (Obstfeld i Taylor, 1997). Treći odjeljak čine ekonometrijski podaci za 17 europskih tranzicijskih zemalja. Pokazuje se da oslabljena valuta ima negativan učinak na rast. Utvrđene su također i jake indikacije da je u europskim tranzicijskim zemljama zabilježena razvojna inercija i da uopće nije samo po sebi razumljivo da konvergencija rasta, izum neoklasične teorije rasta, djeluje tako da automatski ukida razlike u stupnjevima razvoja. Nije jasno kako se taj problem može riješiti jer čvršća odlučnost za provedbu strukturnih reformi ovisi o početnim uvjetima (izraženima BDP-om po stanovniku).<sup>1</sup>

## 1. Obnovljeno zanimanje za veliku ekonomsku krizu

U važnom radu o ulozi tečaja u gospodarskom oporavku nakon velike ekonomske krize Eichengreen i Sachs (1985) procijenili su jednadžbu rasta za presjek deset europskih zemalja od 1929. do 1935. Oni su pokazali da je *slabiji nominalni tečaj bio povezan s višim stopama rasta proizvodnje u razdoblju nakon velike ekonomske krize*. U regresijske su analize (jednadžba 2. u Tablici 1) uvrstili i dummy varijablu za Njemačku i zaključili:

a) odnos tečaja i proizvodnje ocijenjen je robusnim,

b) kontrola tijekom kapitala imala je pozitivan učinak na rast jer je 1930-ih Njemačka bila na čelu skupine zemalja (sastavljene od Njemačke, Italije, Danske, Čehoslovačke i Austrije) koja je pokušala izbjeći devalvaciju nametanjem kontrole tijekom međunarodnog kapitala.

Do sličnih rezultata došli su i Obstfeld i Taylor (1997). Njihov je pristup imao dva različita obilježja od pristupa Eichengreena i Sachsa (1985). Prvo, njihov uzorak bio je

1 Usprkos razočaranju vezanom za funkcioniranje međunarodnih tržišta kapitala nakon azijske i ruske krize, oprezno otvaranje međunarodnim tijekovima kapitala moglo bi biti najbrži način prevladavanja institucionalne inercije (povijesne determiniranosti). Opsežnije objašnjenje tog stava premašuje opseg ovog rada jer je ono usko povezano s politikama ekspanzije EU-a, kao i s pitanjima vezanim za ekspanziju zone eura.

mного opsežniji, obuhvaćao je i Sjevernu i Južnu Ameriku, te Australiju i Novi Zeland. Drugo, razjašnjavajuće varijable bile su binarne.

**Tablica 1.** Sažetak rezultata regresijskih analiza iz dviju studija (zavisna varijabla: industrijska proizvodnja, 1929–1935, t-vrijednosti u zagradama)

	Konstanta	Tečajna stopa <sup>a</sup>	Dummy varijabla za Njemačku	Binarno "fiksna"	Binarne "kontrolne"	R <sup>2</sup>
Eichengreen i Sachs, 1985. jednadžba 1.	153,9 (10,1)	-0,69 (-3,5)				0,56
Eichengreen i Sachs, 1985. jednadžba 2.	2,04 (7,4)	-0,97 (-3,0)	0,58 (4,1)			0,62
Obstfeld i Taylor, 1997.	0,028 (0,5)			-0,261 (3,3)	0,213 (2,7)	0,41

*Napomena:* Druga jednadžba u Eichengreena i Sachsa (1985) razlikuje se od prve ne samo po tome što je u nju uvrštena dummy varijabla za Njemačku, već je uzorak obuhvatio i SAD (što ne dovodi do bitno različitih rezultata). Mjerenje proizvodnje (industrijske) u obje se studije odnosi na kumulativnu promjenu tijekom razdoblja 1929–1935, ali je ono različito definirano. Eichengreen i Sachs primijenili su bazni indeks (1929 = 100) za 1935, dok su Obstfeld i Taylor primijenili stopu promjene od 1929. do 1935. Eichengreen i Sachs definirali su tečaj kao broj indeksa (veća vrijednost znači aprecijaciju), dok su Obstfeld i Taylor primijenili stopu promjene nominalnog tečaja između 1929. i 1932. Razlog zbog kojeg su primijenili kraće vremensko razdoblje za promjenu tečaja (do 1932) od onog primijenjenog za promjenu proizvodnje (do 1935) jest to što su oni u reakciji proizvodnje pretpostavili inerciju. T-vrijednosti izračunao je autor ovog rada na osnovi standardnih pogrešaka sadržanih u tim studijama.

<sup>a</sup> Veća nominalna vrijednost znači aprecijaciju.

Iako postoje argumenti u prilog tvrdnji da reducirani oblici jednadžbi u Tablici 1. nisu lažne regresije (Eichengreen i Sachs, 1985, str. 938), ostaje nejasno jesu li važnije varijable bile izostavljene i jesu li tumačenja točna. Eichengreen i Sachs (1985), naime, zaključili su da su devalvacije valuta bile korisne sa stajališta pojedinih zemalja. Oni tvrde da su koordinirane devalvacije mogle transformirati ne-kooperativnu ili lošu ravnotežu velike ekonomske krize u dobro kooperativno rješenje da je ta vrsta politike bila međunarodno usvojena na koordinirani način. Eichengreen (1996) također je naglasio obilježje međunarodne koordinacije u politici devalvacije.

Izložena strategija empirijskog testiranja ipak zanemaruje ulogu međunarodnoga financijskog sustava u širenju kriza. Čini se da bitni parametar uz stopu promjene tečaja potvrđuje standardna tumačenja sa stajališta potražnje, kojima se objašnjava pozitivni učinak nominalnog tečaja na realnu proizvodnju, kao da omogućivanje deprecijacije tečaja vodi do realnog rasta. Najčešće navodena objašnjenja te vrste jesu:

1. slabija valuta ukida nužnost smanjenja državne potrošnje ili povećavanja poreza (Eichengreen, 1996),
2. slabija valuta ukida ograničenja koja sprječavaju stabilizaciju bankovnog sustava putem funkcije zajmodavca u krajnjoj nuždi (Eichengreen, 1996),<sup>2</sup>
3. slabija valuta snižava relativnu cijenu nacionalne proizvodnje i povećava novčanu masu, potičući efektivnu potražnju i zaposlenost, uz istodobno zadržavanje relativno otvorenog tržišta kapitala (Obstfeld i Taylor, 1997),

4. slabija valuta omogućuje prelazak ukupne potražnje s inozemne na domaću robu (Eichengreen i Sachs, 1985).

Taj se pristup zasniva na trima osnovnim pretpostavkama. Prvo, ne postoje negativni šokovi ponude povezani s devalvacijom (ili, ako postoje, oni moraju biti mnogo slabiji od pretpostavljenih pozitivnih šokova potražnje). Drugo, učinci koordinacije međunarodne ekonomske politike dobro su obuhvaćeni (mjereni) tečajem kao objašnjenjem. Tako se cjelokupno pitanje koordinacije međunarodne ekonomske politike svodi na politiku tečaja. Eichengreen i Sachs (1995) zaključuju da svi imaju koristi ako u svim zemljama dođe do devalvacije. Treće, cijene su rigidne.

Navedene pretpostavke dobro su utemeljene u našem profesionalnom naslijeđu. Učili su nas da je velika ekonomska kriza ponajprije bila šok smanjenja potražnje. Utjecajni rad Friedmana i Schwartza (1963) uputio je na monetarne čimbenike smanjenja u skladu s razmišljanjima koja su isticala sukob između unutarnjih (zaposlenost) i vanjskih (stabilni tečaj) ciljeva monetarne politike. Jednostavnost te ideje navela je ekonomiste da zaborave koliko zapravo malo znamo o stvarnim (domaćim i međunarodnim) mehanizmima širenja takvih dubokih kriza. Većina je ekonomista sklona zanemariti radove kao što je, primjerice, onaj Bena Bernankea (1983), koji je pokazao da su u smanjenju proizvodnje SAD-a bankovne krize imale barem jednako važnu ulogu kao i monetarna politika. Najvažnije je da se, uzmu li se u obzir različite transmisije kriznih impulsa, ekonometrijski rezultati u Tablici 1. mogu protumačiti na različite načine.

Na primjer, ako postoji regija (ili skupina zemalja u uzorku) u kojoj deprecijacija valute djeluje uglavnom kao negativni šok ponude (pa su zemlje, čiji kreatori politike to znaju, sklone tome da pružaju otpor slabljenju svojih valuta), podaci o tim zemljama neće potkopati rezultat koji pokazuje da postoji pozitivna povezanost između devalvacije i rasta proizvodnje. Argument da je u tim zemljama trebalo doći do devalvacije jednostavno je pogrešan jer čak i da je zabilježena devalvacija, pad proizvodnje možda je mogao biti i veći od onoga do kojeg bi došlo bez devalvacije. Da je u tim zemljama zabilježena devalvacija, rezultat regresijske analize bio bi znatno različit. Možda zemlje poput Njemačke, Mađarske i, manje, Francuske nisu zabilježile devalvaciju samo zbog fiktivnog straha od hiperinflacije. Možda je u njima postojao realni strah od negativnog šoka ponude koji se pojavljuje kad je visoka stopa inflacije povezana s poremećajem relativnih cijena. Možda su kreatori politika bili svjesni da institucionalna struktura i način formiranja očekivanja ne mogu podržati čak ni malu devalvaciju bez pojave velikog rizika od početka potpune financijske krize.<sup>3</sup> Ukratko, sukob između

2 Della Paolera i Taylor u svojim su radovima o Argentini (1997, 1998) naglasili postojanje napetosti između vanjske kredibilnosti fiksiranog tečaja i unutarnje kredibilnosti koja ovisi o ulozi zajmodavca u krajnjoj nuždi. To je, međutim, prijevorno pitanje. Della Paolera i Taylor (1998) nisu pronašli nikakve dokaze o tome da novčana masa utječe na oporavak proizvodnje. Utvrdili su samo tzv. Mundellov učinak, koji djeluje putem ukidanja deflacijskih očekivanja i nižih realnih kamatnih stopa. To je slabo održiv zaključak s obzirom na činjenicu da stajalište zasnovano na sukobu između vanjskih i domaćih ciljeva implicira da ponuda novca ima jak učinak na realni gospodarski sektor. Argentina je, osim toga, tijekom velike ekonomske krize bila uspješnija od većine zemalja Latinske Amerike i SAD-a, iako su neke europske zemlje bile jednako uspješne. Argentina je 1935. dosegla razinu svoje proizvodnje u 1929. jednako kao i Danska, Njemačka, Grčka, Mađarska, Finska, Norveška, Švedska i Velika Britanija. Teško je pronaći zajednički nazivnik za sve te zemlje.

domaćih i vanjskih ciljeva monetarne politike ne obuhvaća problem u cjelini. U zemljama u kojima su učinci devalvacije valute na potražnju slabi taj problem možda i ne postoji.

## 2. Rezultati regresijske analize: devalvacija i/ili koordinacija

Ekonometrijski rezultati sadržani u Tablici 2. neizravno potvrđuju ideju o postojanju skupina zemalja s različitim obilježjima vezanim za učinak tečajnih promjena. Uzorak obuhvaća 14 europskih zemalja tijekom i nakon razdoblja velike ekonomske krize. Neeuropske su zemlje isključene iz uzorka jer možda postoje nekakvi prikriveni povijesni ili institucionalni čimbenici zbog kojih su interkontinentalne promjene stopa fluktuacije tečaja u razdoblju koje u ovom radu ispituje bismo bile endogene. Kako je u sljedećem odjeljku ista vrsta ekonometrijske analize primijenjena na današnje tranzicijske zemlje (s novijim podacima za tranzicijsko razdoblje), uzorak iz ovog odjeljka povijesno je i institucionalno sličan uzorku u sljedećem odjeljku. Uzorak u ovom promatranju obuhvaća Njemačku, Mađarsku, Italiju, Čehoslovačku, Austriju, Dansku, Francusku, Nizozemsku, Belgiju, Poljsku, Veliku Britaniju, Švedsku, Norvešku i Finску.<sup>4</sup>

Kumulativna stopa promjene industrijske proizvodnje od 1929. do 1935. (Mitchell, 1976) zavisna je varijabla, jednako kao i u prethodnim studijama. Prvo je od mogućih objašnjenja stopa promjene službenog tečaja zlata od 1929. do 1932. (EX32), preuzeta od Obstfelda i Taylora (1997, str. 23). Isti su autori objavili stope devalvacije od 1929. do 1935, ali su se u svojim regresijskim analizama koristili stopama do 1932. Nakon nekoliko pokusa te su se stope promjene pokazale kao bolja mjerila i u ovoj studiji. Rezultati sa stopama deprecijacije od 1929. do 1935. nisu ovdje navedeni. Obstfeld i Taylor (1997) objasnili su da se u analizi bolje koristiti tečajnim promjenama do 1932. jer je potreban vremenski pomak da tečajni šok počne djelovati u cijelom gospodarskom sustavu.

Druga je razjašnjavajuća varijabla binarna varijabla EXCON, čija je vrijednost jedan za zemlje koje su pokušale uvesti kontrolu tijekom kapitala (vrijednost varijable za ostale zemlje jest nula). Zemlje koje su se koristile kontrolom tečaja jesu: Njemačka, Mađarska, Italija, Čehoslovačka, Austrija i Danska (Obstfeld i Taylor, 1997, str. 23).

Treće je moguće objašnjenje veličina zemlje mjerena logaritmom stanovništva u milijunima 1929. (POP) (Mitchell, 1976). Stanovništvo je zamjena za otvorenost (Romer, 1993)<sup>5</sup>. Zamjena za otvorenost uvrštena je u regresijsku analizu jer ona može biti važan čimbenik pri određivanju koliko je zemlja osjetljiva na djelovanje egzogenih tečajnih šokova na ponudu. Pretpostavlja se da je promjena tečaja mogla imati veći učinak u regresijama u kojima je na pravilan način uračunana veličina zemlje.

---

3 Eichengreen (1996) je uočio da je moguće objašnjenje strah od hiperinflacije, ali tu ideju nije dalje razradio. Jedna je od zadaća povjesničara ekonomije pronaći dodatna moguća objašnjenja.

4 "Povijest je konkretna, a ekonomija općenita" (Kindleberger, 1996, str. 11). U tom je smislu ovo rad iz povijesti ekonomije, a ne iz ekonomije. To je jedina moguća obrana od prigovora da uzorak nije dovoljno heterogen. U ovom je radu promatrana samo Europa.

5 Otvorenost se uobičajeno mjeri omjerom neke mjere međunarodne trgovine i BDP-a.

Četvrto je moguće objašnjenje logaritam zračne udaljenosti glavnoga grada pojedine zemlje od Londona (DIST). Ta varijabla obuhvaća učinke unutarnje povezanoga financijskog sustava s njegovim središtem i periferijom. Naposljetku, primijenjena je i binarna varijabla SCAN, čija je vrijednost za skandinavske zemlje i Veliku Britaniju jedan, a za ostale zemlje nula. Argumentacija te varijable navedena je u daljnjem tekstu.

**Tablica 2.** Sažetak regresijskih analiza za 14 europskih zemalja (zavisna varijabla: rast industrijske proizvodnje, 1929–1935, t-vrijednosti u zagradama)

EX32	POP	DIST	EXCON	SCAN	R <sup>2</sup>
0,775 (3,2)	-4,792 (-2,1)		1,834 (0,2)		0,53
-0,659 (-1,1)	-5,702 (-3,0)		9,334 (1,2)	45,693 (2,6)	0,71
1,053 (3,5)		-4,419 (-2,1)	3,414 (0,4)		0,53
-0,210 (-0,3)		-4,808 (-2,7)	9,294 (1,1)	40,781 (2,2)	0,69

Važna su sljedeća otkrića.

Prvo, kontrole tijekova kapitala (EXCON) nisu pridonijele rastu u Europi nakon velike krize. Taj je rezultat u neskladu s rezultatima prethodnih studija, ali je lako objašnjiv. Pozitivni parametar s njemačkom dummy varijablom u Eichengreena i Sachsa (1985) mogao se pojaviti zbog nekakvoga drugog važnog čimbenika specifičnog za Njemačku. Nasuprot tome, Obstfeld i Taylor (1997) primijenili su mnogo opsežniji uzorak (obuhvaćene su i neeuropske zemlje), tako da je pozitivan parametar koji su oni utvrdili mogao biti posljedica učinka zemalja Latinske Amerike sadržanih u uzorku. Kriza 1930-ih nije bila tako ozbiljna u Latinskoj Americi, a kontrola tijekova kapitala bila je opća pojava. To ne znači da je kontrola bila uzrok zbog kojega je Latinska Amerika odolijevala velikom smanjenju proizvodnje, ali bi se njome mogli objasniti neki rezultati.

Drugo, otvorenost (POP) i udaljenost od Londona (DIST) pokazale su se kao važne determinante rasta. Obje varijable odražavaju funkcioniranje međunarodnoga financijskog sustava. Što je udaljenost od međunarodnoga financijskog središta (u ovom primjeru Londona) veća, to je rast proizvodnje u fazi oporavka manji. To je potpuno normalan rezultat u svijetu u kojemu postoje prostorna i kulturna trenja. Zanimljivo je da otvorenost djeluje na suprotan način: manje zemlje oporavile su se brže. Udaljenost i veličina su, međutim, kolinearne, a izračunani su koeficijenti slični. Zbog toga Tablica 2. predočuje dvije jednadžbe koje obuhvaćaju veličinu, tj. stanovništvo (zamjena za otvorenost) i dvije koje obuhvaćaju udaljenost. Nemoguće je bilo ustvrditi da je od dva moguća samo jedno objašnjenje točno. Ipak, kako otvorenost ima neočekivani predznak, mudrije je pretpostaviti da je udaljenost od Londona imala razjašnjavajuću ulogu.<sup>6</sup>

Treće, zaključak da su učinci devalvacije korisni nameće se samo zbog podataka za Veliku Britaniju i skandinavske zemlje. Čini se da je devalvacija sustavno povezana s

bržim oporavkom samo u primjerima u kojima binarna varijabla SCAN (vrijednost koje je za Veliku Britaniju i skandinavske zemlje jedan) nije bila uvrštena u regresije. Nakon uvrštenja te varijable parametar s tečajem promijenio je predznak (od pozitivnoga u negativni) i postao statistički zanemariv. Tečajna je politika postala beznačajna za rast. Rezultat se činio robusnim jer se pojavio i u regresijskim jednadžbama u kojima je kao objašnjenje iskorišteno stanovništvo, kao i u onima u kojima je kao objašnjenje upotrijebljena udaljenost.

Na kraju, možda bi barem za europske zemlje bilo preuranjeno reći da je devalvacija bila ključna politika za rast nakon velike ekonomske krize. Međunarodna trgovina skandinavskih zemalja u to je vrijeme znatno ovisila o Velikoj Britaniji (Jorberg i Krantz, 1976), tako da je cjelokupna korist od devalvacije proizlazila iz njihove koordinacije s jezgrom sustava kojemu su pripadale, a ne iz same devalvacije. Ključno je pitanje kako protumačiti rezultat: je li za rast bila dobra devalvacija ili koordinacija? One ne isključuju jedna drugu. Naprotiv, tečajna je politika ključni dio svakog programa međunarodne koordinacije. To ipak ne znači da su ostale zemlje mogle biti uspješnije da je bilo devalvacije. U Austriji je, primjerice, smanjenje proizvodnje bilo vrlo veliko usprkos velikoj devalvaciji, dok je u susjednoj Mađarskoj zabilježen blagi oporavak unatoč tome što je ona zadržala standard zlata. Jednostavno, nema dovoljno dokaza za tvrdnju da je devalvacija bila ispravna politika za sve. Razlike u rastu u razdoblju nakon velike ekonomske krize ovdje su bile objašnjene ostalim, uglavnom institucionalnim varijablama kao što su udaljenost od međunarodnoga financijskog središta i/ili veličina zemlje, uspješna koordinacija s glavnim trgovinskim partnerom. Institucionalni čimbenici koji odražavaju funkcioniranje međunarodnih tržišta roba i kapitala, a koji bi mogli biti među glavnim mehanizmima širenja financijskih kriza imali su istaknutu ulogu u determiniranju proizvodnje.

### 3. Tranzicija 1990-ih: je li poruka “ne devalvirati”

Rezultati regresijske analize predočeni u Tablici 3. zasnovani su na istom pristupu kao i rezultati u Tablici 2. i odnose se na europske tranzicijske zemlje tijekom 1990-ih. Taj dio studije obuhvaća 17 tranzicijskih zemalja, bez euroazijskih i azijskih tranzicijskih zemalja. Obuhvaćene su ove zemlje: Albanija, Bjelorusija, Bugarska, Češka, Estonija, Hrvatska, Letonija, Litva, Mađarska, Makedonija, Moldavija, Poljska, Rumunjska, Rusija, Slovačka, Slovenija i Ukrajina. Zavisna je varijabla rast realne proizvodnje (BDP-a) od 1994. do 1998.<sup>7</sup> Stopa deprecijacije nominalnog tečaja prema specijalnim pravima vučenja (SPV) od 1994. do 1996. (E96) prvo je moguće objašnjenje.

---

6 Riječ neočekivani ovdje znači neočekivani sa stajališta teorije da je devalvacija prouzročena potražnjom. Moglo bi se pretpostaviti da će upravljanje potražnjom, tj. monetarno upravljanje, biti lakše provedivo u većim zemljama, ali rezultati to ovdje ne pokazuju. Zbog istog se razloga pretpostavlja da je udaljenost vjerojatnije objašnjenje jer se u regresiji pojavljuje s pravilnim predznakom. Što je udaljenost od međunarodnoga financijskog središta veća, rast proizvodnje je manji. Taj je nalaz usklađen s teorijom integracije tržišta kapitala koja promatra krize i razdoblja nakon njih kao velike poremećaje i rekonstrukcije funkcioniranja globalnih financijskih tržišta (Taylor, 1996a, 1996b).

7 Za većinu se naprednih tranzicijskih zemalja 1994. može smatrati godinom razgraničenja dvaju tranzicijskih razdoblja, i u kvalitativnome i u kvantitativnom smislu (usp. Šonje i Vujčić, 2000).

Otvorenost (veličina mjerena logaritmom stanovništva u milijunima – POP) drugo je, a logaritam udaljenosti (DIST – ovdje se računa udaljenost od Frankfurta) treće je moguće objašnjenje. Četvrto moguće objašnjenje, uobičajeno u stručnoj literaturi o rastu, jesu početni uvjeti (INITIAL). Oni su ovdje mjereni kao logaritam indeksa BDP-a po stanovniku (Austrija = 100) u 1993. Kako je u istraživanjima o rastu u tranziciji (npr. Fisher, Sahay i Vegh, 1996; de Mello, Denzier i Gelb, 1997a; Havyrlyshyn i van Roo-den, 1999) isticana uloga tržišnih reformi i kako indeksi kojima se mjeri dubina i kvaliteta reformi obično imaju dobre učinke u regresijama, peto je moguće objašnjenje bio EBRD-ov indeks reforme (EBRD). Na kraju su popisu mogućih objašnjenja dodane i binarne varijable koje povezuju zemlje zajedničkih obilježja (ADVANCE – koji je za šest razvijenih tranzicijskih zemalja Srednje Europe jednak jedinici).

Euroazijske su tranzicijske zemlje isključene jer su one u prosjeku mnogo nerazvijenije od zemalja te skupine. Osim toga, imaju potpuno različitu povijest i ne uklapaju se dobro u povijesni ton ovog rada usredotočenoga na Europu, u kojemu se uspoređuju oporavci nakon krize tijekom dviju različitih povijesnih epizoda manje-više sličnih obilježja. Nadalje, uzorak iz ovog odjeljka i uzorak iz drugog odjeljka imaju četiri zajednička elementa: Češku, Slovačku, Mađarsku i Poljsku. Ti elementi čine usporedbu relevantnijom nego što se u prvi mah može učiniti. Fluktuacije tečaja su, osim toga, mjerene u tri godine kraćem razdoblju od razdoblja mjerenja rasta proizvodnje zbog pretpostavke (primijenjene i u drugom odjeljku) da je potrebno određeno vrijeme da tečajni šokovi počnu djelovati u cijelom gospodarskom sustavu. Mjerena je udaljenost od Frankfurta jer su njemačke banke bile glavni ulagači u tranzicijska gospodarstva, a glavne njemačke međunarodno aktivne banke imaju sjedišta u Frankfurtu.

Prvi rezultat u Tablici 3. (jednadžba 1) upućuje na to da tečaj nije utjecao na rast tijekom tranzicijskog razdoblja. Taj je zaključak proizišao iz izravnog promatranja parametra s fluktuacijama tečaja. Pokušali smo napraviti specifikaciju s kvadratnim promjenama tečaja, ali ona nije bila uspješna te stoga ovdje nije ni predočena. Nijedna od ostalih objašnjavajućih varijabli (stanovništvo i udaljenost) nije pružala dodatno objašnjenje na razini signifikantnosti 5 posto.

Zaključak o (ne)postojanju uloge tečaja ipak može biti donekle varljiv. Četiri zemlje oslabile su svoje valute za više od 50 posto u dvije godine (od 1994. do 1996): Bugarska, Rumunjska, Rusija i Ukrajina. Binarna varijabla koja za te zemlje iznosi jedan nazvana je PP i imala je velik i negativan učinak na rast u svim jednadžbama u kojima je primijenjena (jednadžbe 2-5). Njezin je izračun robustan, tj. ne mijenja se mnogo bez obzira na to jesu li u analizu uvrštena ostala moguća objašnjenja. To je u skladu s radnom pretpostavkom da postoje zemlje u kojima fluktuacije tečaja djeluju uglavnom kao negativni šok ponude, a ne kao pozitivni šok potražnje,<sup>8</sup> osobito kad su nominalne promjene pretjerane. U jednadžbi 2. također se pokazalo da je binarna varijabla za napredne tranzicijske zemlje (Poljsku, Češku, Slovačku, Sloveniju, Mađarsku i Hrvatsku – ADVANCE) pozitivna i znatna i da upućuje na djelovanje ostalih zajedničkih čimbenika u toj skupini zemalja. Koji su čimbenici djelovali u ovom dijelu Europe?

8 Procjenu uloge tečaja kao negativnog šoka ponude vidjeti u Šonje i Škreb (1997).

**Tablica 3.** Sažetak rezultata za tranzicijske zemlje (zavisna varijabla: prosječni rast BDP-a 1994–1998, t-vrijednosti u zgradama)

Jedn. br.	E96	LPOP	LDIST	PP	EBRD	FSU	INITIAL	ADVANCE	R2
1	-0,006 (-0,8)	-1,289 (-1,3)	0,999 (1,6)						0,13
2	0,006 (0,8)			-5,365 (-2,2)				3,976 (3,3)	0,52
3	-0,000 (0,0)			-5,789 (-2,2)	5,685 (0,8)	-4,347 (-2,5)	0,061 (-0,0)		0,62
4	-0,000 (0,0)			-5,774 (-2,3)	5,939 (4,0)	-4,339 (-2,6)			0,61
5	0,001 (0,2)			-5,879 (-2,3)		-4,370 (-2,5)	1,359 (3,3)		0,54

Jednadžbe 3-5. pokušaji su procjene tih čimbenika. Prvo, čini se da je članstvo u bivšem Sovjetskom Savezu (engl. kratica FSU) sistematski čimbenik s negativnim učinkom na rast (prosječno između 4,3 i 4,4 postotna boda niži rast). Drugo, EBRD-ov indeks reforme i početni uvjeti (BDP po stanovniku, uz paritet kupovne moći u 1993) uvršteni su u jednadžbu. Ta su dva objašnjenja kolinearna, što se jasno vidi iz jednadžbe 3. u usporedbi s jednadžbama 4. i 5. To upućuje na zaključak da ta dva moguća objašnjenja imaju slične učinke, da opisuju u biti istu stvar jer zemlje s boljim početnim uvjetima imaju bolja postignuća u tržišnim reformama.

Uloga početnih uvjeta znatno se razlikuje od njihove uloge u uobičajenim empirijskim analizama rasta (Barro, 1997), koja u većini primjera potvrđuje hipotezu konvergencije. Ovdje hipoteza konvergencije ipak nije potvrđena već početni uvjeti naizgled opisuju snažnu inerciju u gospodarskom razvoju. Autori koji su to uočili (De Mello i sur., 1997b; Havyrlyshyn i van Rooden, 1999) nisu zbog toga postali pesimistični: *Početni uvjeti su važni, ali izgleda da je njihov utjecaj manje važan i da njihov negativni učinak može biti relativno jednostavno prevladan ako se ubrza progres strukturnih reformi* (Havyrlyshyn i van Rooden, 1999, str. 18). Rezultati ipak ne opravdavaju takav optimizam jer progres strukturnih reformi, što je sam po sebi nejasan pojam, ovisi o početnim uvjetima. Usprkos činjenici da ta razmatranja naizgled nisu povezana s razmatranjima tečaja, vjerujem da je u radu koji se ponajprije bavi tečajnom politikom potrebno istaknuti inercijske čimbenike. To neizravno upućuje na činjenicu da inercija u razvoju ne može biti prevladana tečajnom politikom.

Naposljetku, Bugarska i Rumunjska jedine su zemlje u uzorku u kojima je od 1994. do 1996. zabilježena deprecijacija tečaja veća od 100 posto. Je li njihov učinak bio dovoljno jak da potkopa relevantnost rezultata? Rezultati u Tablici 4. upućuju na zaključak da je njihov učinak bio velik. Ipak, nakon što se taj učinak odbaci, podaci počinju još više govoriti u prilog prethodno navedenom zaključku o tečajnoj politici. Ovdje su ponovljeni samo rezultati jednadžbi 4. i 5. jer su oni najrelevantniji u predočivanju negativnog učinka tečajne politike na rast.

**Tablica 4.** Sažeti rezultati za tranzicijske zemlje bez Bugarske i Rumunjske (zavisna varijabla: prosječni rast BDP-a 1994–1998, t-vrijednosti u zagradama)

Jedn.br.	E96 <sup>a</sup>	EBRD	FSU	INITIAL	R <sup>2</sup>
4.	-0,083 (-2,1)	6,406 (3,8)	-4,158 (-2,2)		0,58
5.	-0,096 (-2,5)		-4,121 (-2,2)	1,544 (3,9)	0,60

<sup>a</sup> Veća vrijednost znači deprecijaciju.

Ponovno su procijenjene dvije jednadžbe jer su početni uvjeti i indeks reforme kolinearni i njihovi su učinci nerazlučivi kad su obje varijable uvrštene u regresiju. Kad su razdvojene, njihovi parametri nisu bitno različiti od procjena u Tablici 3. Mala se razlika pojavljuje samo s varijablom koja opisuje članstvo u bivšem Sovjetskom Savezu (FSU). Najbitnija se promjena ipak pojavila u svezi s ulogom tečaja. Pokazalo se da je deprecijacija imala osjetni, premda ne i snažan, negativni učinak na rast.

Jasno je da je taj učinak prouzročen prisutnošću Rusije i Ukrajine, koje su još uvijek dio uzorka. Visoke stope devalvacije vode nižem rastu čak i kad se na primjeren način uzmu u obzir početni uvjeti i/ili napredak u tržišnim reformama i povijesne okolnosti (članstvo u bivšem Sovjetskom Savezu). Osim toga, neke niske stope promjene tečaja imaju neodrediv učinak na proizvodnju.

Dva su moguća objašnjenja. Prvo, varijabla tečaja može preuzeti inflacijski učinak, koji je izrazito negativan u svim regresijskim jednadžbama u kojima tečaj nije na desnoj strani znaka jednakosti (Havrylyshyn i van Rooden, 1999). Drugo je objašnjenje utemeljeno na tvrdnji da je taj razlog tipičan za razdoblje između 1994. i 1998. koje je bilo razdoblje obilnih priljeva kapitala u tranzicijske zemlje, tako da su tečajevi zemalja brzog rasta bili izloženi stalnim pritiscima da apreciraju. Nasuprot tome, rast zemalja u kojima nije bilo priljeva kapitala bio je spor (ili ga nije ni bilo) i njihove su valute bile izložene suprotnim pritiscima.

## Zaključak

Nije potpuno sigurno da je devalvacija bila dobra za rast, čak i tijekom dezintegracije međunarodnih tržišta kapitala 1930-ih (Taylor, 1996a, 1996b). Tijekom povijesnih vrhunaca integracije tržišta kapitala 1990-ih čini se jasnim da je učinak devalvacije na rast i dalje neodređen.

Iako su velike devalvacije/deprecijacije vjerojatno uvijek štetne za rast, čini se da male fluktuacije tečaja podupiru različite scenarije proizvodnje, ovisno o početnim uvjetima i/ili brzini tržišnih reformi (pri čemu drugi čimbenik ovisi o prvome), te o povijesnim okolnostima (primjerice, o članstvu u bivšem Sovjetskom Savezu). Općenito, institucionalni čimbenici koji odražavaju funkcioniranje međunarodnih tržišta kapitala, a koji bi mogli biti među glavnim mehanizmima širenja financijskih kriza, imali su istaknutu ulogu u determiniranju proizvodnje.

Prividne koristi od devalvacije koje su se ponegdje pojavile možda su jednostavno proizišle iz toga što su mala i otvorena gospodarstva uspješno koordinirala svoje monetarne politike sa svojim glavnim trgovinskim partnerima. Stoga je uvijek potrebno detaljno razlikovati koristi od devalvacije i koristi od koordinacije (usprkos njihovoj bliskoj povezanosti) jer utvrđivanje izvora koristi može dovesti do proturječnih zaključaka. Kada se kao izvor dobrobiti utvrdi devalvacija, tada vrijedi načelo “ako svugdje dođe do devalvacije, svi imaju koristi”. Kada se pak kao izvor dobrobiti utvrdi koordinacija, potrebno je pomno ispitati učinak devalvacije. Mnoge tzv. dobrobiti devalvacije u razdoblju nakon velike ekonomske krize mogu biti pripisane uspješnoj koordinaciji između skandinavskih zemalja i njihova glavnog trgovinskog partnera – Velike Britanije. Nema pokazatelja da je devalvacija u tranziciji korisna. U regresijskim su se analizama pojavili samo štetni učinci. To upućuje na sklonost stručne literature koja ističe korisne učinke devalvacije na rast, uglavnom nastale na strani potražnje, da zanemari troškove devalvacije što se pojavljuju pod utjecajem ponude ili institucionalnih čimbenika koji utječu na rast.

Taj zaključak ima tri ograničenja. Prvo je tehničke naravi, a odnosi se na ekonometrijsku metodu i odabrane uzorke. Naravno, svatko bi želio vidjeti panel ekonometrijskih podataka s bogatijim nizom mogućih objašnjenja. To upućuje na mogući budući rad, kao i na ograničenja ovog rada čija je vrijednost, zbog metode, u većoj mjeri historicistička nego opća (vidi fusnotu 4.)

Drugo se ograničenje odnosi na činjenicu da se razmatranja mogu primijeniti uglavnom na mala i otvorena gospodarstva. Ipak, ako je tako, to nije ozbiljno ograničenje jer se skoro sve zemlje mogu smatrati malim i otvorenim gospodarstvima. Čini se da to nije tako važan čimbenik jer velik dio smanjenja proizvodnje može biti specifičan za pojedinu zemlju, kao što je ovdje predočeno, te proizlaziti iz ozbiljnosti bankovne krize specifične za pojedinu zemlju. Čini se da bi taj pravac istraživanja, a koji je naznačio Bernanke, mogao biti osobito zanimljiv za buduća istraživanja.

Treće, općeniti zaključci koji proizlaze iz panel-studija ili studija presjeka podataka kao što je ova ne mogu biti iskorišteni za propisivanje recepta za pojedine zemlje. Rezultati ovog rada mogu biti upotrijebljeni za kritiziranje ostalih općenitih nalaza kao što su oni sadržani u prethodnoj literaturi (Eichengreen i Sachs, 1985). Oni ne mogu biti potpora zaključku da je deprecijaciju potrebno spriječiti u svakoj tranzicijskoj zemlji. Pojedine zemlje imaju vlastite institucije i okolnosti. Stoga u određenim slučajevima nije poželjno da kreatori politike unaprijed odluče kako se tečaj ne bi trebao mijenjati.<sup>9</sup> Ipak, rezultati ovog rada idu i dalje od uobičajeno prihvaćenog kreda “nijedan tečajni režim nije dobar za sve zemlje u svim vremenima” (Frankel, 1999). Naime, oni upućuju na to da međunarodni mehanizmi širenja kriza, institucionalna obilježja međunarodnih tržišta kapitala i pitanja vezana za koordinaciju međunarodne ekonomske politike imaju ključnu važnost pri određivanju učinka devalvacije.

---

9 U stručnoj je literaturi mnogo pisano o tom pitanju. Novija razmatranja o tome vidjeti u Frankel (1999).

## Literatura

- Barro, R. (1997), *Determinants of Growth*, Cambridge, MIT Press
- Bernanke, B. (1983), *Nonmonetary Effects of the Financial Crises in the Propagation of the Great Depression*, *The American Economic Review*, 73(3), str. 257-276.
- Bordo, M. i Schwartz, A. J. (1996), *Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797–1994*, *Open Economies Review*, 7, str. 437-468.
- Della Paolera, G. i Taylor, A. M. (1997), *Finance and Development in an Emerging Market: Argentina in the Interwar Period*, NBER Working Paper Series, br. 6236.
- Della Paolera, G. i Taylor, A. M. (1998), *Economic Recovery from the Argentine Great Depression: Institutions, Expectations, and the Change of the Macroeconomic Regime*, NBER Working Paper Series, br. 6767.
- De Melo, M., Denzier, C. i Gelb, A. (1997a), *From Plan to Market: Patterns of Transition*, u: Blejer, M. I. i Škreb, M. (ur), *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge, Cambridge University Press, str. 17–72.
- De Melo, M., Denzier, C., Gelb, A. i Tenev, S. (1997b), *Circumstance and Choice: The Role of Initial Conditions and Policies in Transition Economies*, World Bank Policy Research Working Paper, br. 1966, Washington, The World Bank
- Eichengreen, B. (1996), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press
- Eichengreen, B. i Sachs, J. (1985), *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s*, *Journal of Economic History*, 45, str. 925–946.
- Eichengreen, B. i Hausmann, R. (1999), *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER Working Paper, br. 7418.
- Frankel, J. A. (1999), *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, NBER Working Paper Series, br. 7338.
- Fischer, S., Sahay, R. i Vegh, C. (1996), *Economies in Transition: The Early Experience*, *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), str. 45–66.
- Friedman, M. i Schwartz, A. J. (1963), *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton, Princeton University Press
- Hausmann, R., Gavin, M., Pages-Serra, C. i Stein, E. (1999), *Financial Turmoil and the Choice of the Exchange Rate Regime*, Interamerican Development Bank Working Paper
- Havrylyshyn, O. i van Rooden, R. (1999), *Institutions Matter in Transition, But So Do Policies*, rad prezentiran na Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies, Dubrovnik, lipanj 1999.
- Joerberg, L. i Krantz, O. (1976), *Scandinavia 1914–1970*, u: Cipolla, C. M. (ur), *The Fontana Economic History of Europe, Contemporary Economies – 2*, Glasgow, Collins/Fontana Books, str. 377–459.
- Kindleberger, C. (1996), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, John Wiley & Sons
- Mitchell, R. B. (1976), *Statistical Appendix* u: Cipolla, C. M., ur., *The Fontana Economic History of Europe, Contemporary Economies – 2*. Glasgow, Collins/Fontana Books, str. 625–755.
- Mundell, R. A. (1997), *The Great Contractions in Transition Economies*, u: Blejer, M. I. i Škreb, M. (ur), *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge, Cambridge University Press, str. 73–99.
- Obstfeld, M. i Taylor, A. M. (1997), *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run*, NBER Working Paper Series, br. 5960.
- Romer, D. (1993), *Openness and Inflation: Theory and Evidence*, *Quarterly Journal of Economics*, 108(4), str. 869–903.
- Šonje, V. i Škreb, M. (1997), *Exchange Rate and Prices in a Stabilization Programme: The Case of Croatia*, u: Blejer, M. I. i Škreb, M. (ur), *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge, Cambridge University Press, str. 212–233.
- Šonje, V. i Vujčić, B. (2000), *Hrvatska u drugoj fazi tranzicije, 1994–1999*, Istraživanja hrvatske narodne banke I–4, Lipanj
- Taylor, A. M. (1996a), *International Capital Mobility in History: Purchasing Power Parity in the Long Run*, NBER Working Paper Series, br. 5742.
- Taylor, A. M. (1996b), *International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship*, NBER Working Paper Series, br. 5743.





## Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama *Istraživanja*, *Pregledi* i *Rasprave* znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke, gostiju istraživača 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 obavješavaju o odluci o prihvaćanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

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

### **Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.**

Tekstovi moraju biti dostavljeni na magnetnim ili optičkim medijima (3.5" diskete, ZIP, CD), a uz medij treba priložiti i ispis na papiru u tri primjerka. Format zapisa treba biti Word 6 ili 97 for Windows/Mac, a preferira se RTF format kodne strane 437 ili 852.

Na disketu je potrebno nalijepiti etiketu s nazivom korištenog tekstprocesora i datoteke, kao i imenom autora.

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, primjerce, zahvale i priznanja, mogu se uključiti u naslovnu stranicu. Ako je ta informacija dugačka, poželjno ju je uključiti u tekst, bilo na kraju uvodnog dijela bilo u posebnom dijelu teksta koji prethodi popisu literature.

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 (fusnote). 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 drugih programa (Excel, Lotus,...) onda je potrebno dostaviti i te datoteke u Excel formatu (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom EPS ili TIFF formatu s opisima u Helvetici (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 (fusnote) treba označiti arapskim brojkama podignutim iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjim od slova kojim 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. Ispisi i diskete s radovima se ne vraćaju.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za odnose s javnošću i 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 (u pripremi)

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

### Bilten o bankama (u pripremi)

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, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

### Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativno-pregledni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

### Rasprave Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju rasprave zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdavač je i drugih publikacija, primjerice: zbornika radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator, knjiga i radova ili prijevoda knjiga i radova od posebnog interesa za HNB i drugih sličnih izdanja.