Utjecaj financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe

Andrijić, Marijana

Doctoral thesis / Disertacija

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Rijeka, Faculty of Economics / Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:409899

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET

Repository / Repozitorij:

Repository of the University of Rijeka, Faculty of Economics and Business - FECRI Repository

UNIRI DIGITALNA KNJIŽNICA

Image not found or type unknown

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET

Marijana Andrijić

UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEV INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA U ZEMLJAMA SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE

DOKTORSKI RAD

Mentor: Prof. dr. sc. Dragomir Sundać

Rijeka, 2016. godine

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET

Marijana Andrijić

UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEV INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA U ZEMLJAMA SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE

DOKTORSKI RAD

Mentor: Prof. dr. sc. Dragomir Sundać

Rijeka, 2016. godine

UNIVERSITY OF RIJEKA
FACULTY OF ECONOMICS

Marijana Andrijić

THE EFFECT OF THE FINANCIAL ARRANGEMENTS OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND ON THE FOREIGN DIRECT INVESTMENT INFLOWS IN THE COUNTRIES OF CENTRAL AND SOUTHEASTERN EUROPE

DOCTORAL THESIS

Mentor: Prof. dr. sc. Dragomir Sundać

Rijeka, 2016

Mentor rada: Prof. dr. sc. Dragomir Sundać

Doktorski rad obranjen je 5. travnja 2017. godine na Ekonomskom fakultetu u Rijeci, pred povjerenstvom u sastavu:

1. Prof. dr. sc. Nela Vlahinić Lenz, Ekonomski fakultet u Rijeci, predsjednica povjerenstva
2. Prof. dr. sc. Marija Bušelić, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „dr. Mijo Mirković“, članica
3. Izv. prof. dr. sc. Dunja Škalamera-Alilović, Ekonomski fakultet u Rijeci, članica

Zahvaljujem svom mentoru, prof. dr.sc. Dragomiru Sundaću, koji me usmjeravao kroz cjelokupan proces izrade doktorskog rada. Hvala i članovima povjerenstva – dr. sc. Neli Vlahinić Lenz, dr. sc. Mariji Bušelić te dr. sc. Dunji Škalamera Alilović - na vremenu i trudu koje s izdvojili.

Veliko hvala mojoj obitelji čija je trajna podrška omogućila čitav proces i njegov uspješan završetak.

Zahvaljujem svojim kolegama i prijateljima iz Zavoda za makroekonomske i fiskalne analize i projekcije te Državne riznice čije su mi razumijevanje i dobrohotnost nebrojeno puta olakšali savladavanje prepreka tijekom doktorskog studija.

Posebno hvala Dubravku čija je trajna podrška omogućila sve ovo, Dinku za razgovore o (ne)ekonomskim zakonitostima, Maruški i Tajani na stručnoj i osobnoj podršci.

Hvala i profesoru Peteru Holmesu koji me inicijalno „zarazio virusom“ interesa za makroekonomiju i političku ekonomiju te ukazao na neslućene sličnosti i mogućnosti među različitostima.

Hvala vam svima jer ste me potaknuli i naučili vrijednosti osobnog rada te podrške i dobrote prema drugima.

SAŽETAK

Temeljem odgovarajućeg konceptualnog okvira i upotrebom primjerenog empirijskog modela, ovaj doktorski rad istražuje utjecaj financijskih aranžmana s Međunarodnim monetarnim fondom (Fond ili MMF) na priljev inozemnih izravnih investicija u Srednjoj i Jugoistočnoj Europi, identificira 2 čimbenika koji mogu doprinijeti katalitičkom učinku Fonda vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija, formulira rezultate istraživanja te njihove implikacije, kao i preporuke za nositelje ekonomske politike.

Slijedom navedenog, doktorski rad u suštini odgovara na sljedeća pitanja - Potiču li financijski aranžmani MMFa priljev inozemnih izravnih investicija te ukoliko je to slučaj koji su neki od čimbenika koji mogu pozitivno djelovati na takav katalitički učinak? Kontrolirajući za endogenu pristranost upotrebom modela tretmanskog efekta, rezultati istraživanja pokazuju da financijski aranžmani s MMFom u cjelini dovode do katalitičkog učinka u smislu povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe u razdoblju 1990-2013. Nadalje, razlikujući prema pojedinačnim tipovima financijskih aranžmana, rezultati istraživanja također pokazuju da samo u onim okolnostima (tj. kod SBA tipa aranžmana) gdje se zemlje korisnice mogu kredibilnije obvezati na tražene gospodarske promjene te gdje MMF može snažnije utjecati da to naprave, katalitički učinak je pozitivan. Tamo gdje to nije slučaj (ECF te EFF tip aranžmana), katalitički učinak je negativan. Ovakvi rezultati ukazuju da 2 čimbenika - kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u tom smislu - mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak. Uloga spomenutih dvaju čimbenika dodatno se ilustrira i kroz odgovarajuće studije slučaja.

Općenito uzevši, rezultati istraživanja pokazuju da postoje slučajevi u kojima je MMF moguće koristiti kao instrument jačanja pozitivne percepcije inozemnih izravnih investitora. No, ukazuju i da sudjelovanje u financijskim aranžmanima s Fondom ne može automatski poboljšati percepciju inozemnih investitora. K tome, u cjelini, ovo istraživanje neizravno naznačuje da ono što je inozemnim investitorima ključno jest perspektiva gospodarskih promjena u zemlji odnosno percepcija predanosti zemlje u tom smislu. Za nositelje ekonomske politike u regiji Srednje i Jugoistočne Europe

uputno je, pak, kritičko promišljanje mogućih koristi ali i troškova vezanih uz financijske aranžmane Fonda kao i njihove učinke.

KLJUČNE RIJEČI

Međunarodni monetarni fond, inozemne izravne investicije, model tretmanskog efekta, katalitičko financiranje, međunarodni kapital

SUMMARY

Based on the appropriate conceptual and empirical approach, this doctoral thesis explores the effect of International Monetary Fund (Fund or IMF) financial arrangements on the inflows of foreign direct investment in Central and South-Eastern Europe, identifies two factors that contribute to the catalytic effect of the Fund in this respect, formulates research results as well as their implications and recommendations for the creators of economic policy.

In this respect, the doctoral reserach answers 2 questions – do IMF financial arrangements stimulate foreign direct investment inflows, and if this is the case, what are some of the factors that can positively influence the existence of the catalytic effect? Controlling for the endogeneity bias by means of treatment effect model, the research shows that IMF financial arrangements on the whole lead to catalytic effect in the region of Central and South-Eastern Europe in the period between 1990 and 2013. Furthermore, differentiating between three basic types of Fund arrangements, the research shows that only under those circumstances (i.e. under SBA arrangements) where user-countries can more credibly commit to required reforms and where IMF has stronger influece to induce such a behaviour on their part, the catalytic effect is positive. Where this is not the case (i.e. ECF and EFF arrangements), the catalytic effect is negative. Such results indicate that 2 factors – credible commitment of user-country towards economic reforms and the influence of IMF in this respect - can positively contribute towards catalytic effect. The role of these two facts is also ilustrated through four case-studies for individual countries of the region.

On the whole, according to the research results, there are cases where it is possible to use IMF as an instrument for increasing positive perception of foreign direct investors. However, results also indicate that participation in IMF financial arrangements by itself cannot automatically improve the perception of foreign direct investors. Overall, the results of the research imply that what is crucial for foreign direct investors is the perspective of economic reforms in the country, i.e. the perception of the country's commitment in this respect. Regarding creators of the economic policy in the observed region, they are advised to critically think about

potential benefits and costs regarding IMF financial arrangements and their respective effects.

KEY WORDS

International Monetary Fund, foreign direct investment, treatment effect, catalytic finance, international capital

PROŠIRENI SAŽETAK

EXTENDED SUMMARY

Economic crises have attracted much attention from both academic and wider public due to their resilience and negative economic, social and psychological consequences throughout history. International Monetary Fund (IMF or the Fund) is often involved in addressing such crises, by providing financial arrangements which should ensure necessary liquidity and stimulate economic adjustment in the crisis-affected countries. In this respect, user countries should implement a series of predefined policy measures in order to address balance of payments vulnerabilities and with a view to getting the first and every following tranche of IMF credit. The necessary liquidity is partly provided by the Fund, however its financial arrangements are envisaged with the aim and the assumption of attracting additional foreign capital into the borrowing countries. However, is this really the case? Do financial arrangements of the Fund really stimulate inflows of the foreign capital including foreign direct investment in the country?

That is why the aim of this doctoral research is to investigate the relationship between participation in IMF arrangements and the foreign direct investment as well as to identify some of the possible drivers of such a phenomenon. This is especially useful as academic analysis of IMF and its effects on various macroeconomic aggregates is a relatively recent topic, even more so when it comes to examining the effect of IMF arrangements on foreign capital flows. Relatively few existent studies vary in their usage of dependent variables, observed countries and regions as well as time-frames and methodology used. Consequently, they do not reach unified conclusions. Moreover, to the author's knowledge there are no publicly available studies on this topic, focused on the countries of Central and South-Eastern Europe (CESEE).

The relationship between IMF programmes and foreign capital is underpinned by the concept of IMF catalytic effect, according to which a provision of official resources to a country in the framework of a programme might increase the propensity of private investors to hold capital assets in the country concerned. In this

context, the propensity of foreign investors to take advantage of investment opportunities in a country can be operationalized indirectly thorough foreign capital inflows, including foreign direct investment (FDI).

IMF has traditionally claimed that its programmes have the catalytic effect on foreign capital. There are several arguments why IMF programmes could improve the perception of foreign investors. Firstly, IMF programmes are characterised by conditionality – a series of policy measures agreed with the Fund and to be carried out in the programme. According to Bauer et al. monitoring by the Fund and activation of negative financial and reputational consequences for noncompliant countries can improve the perception of foreign investors regarding the likelihood for borrower countries to implement predefined policy measures. Furthermore, IMF financial arrangements can increase the predictability of economic policy in the borrower countries. Given that unpredictability is defined as one of the key barriers to foreign investment (as stated by Dhonte) through participation in IMF programme a country limits its power of creation and implementation of policy measures to the ones previously agreed with the Fund. This argument might be especially pertinent for foreign direct investments as they become relatively inelastic once the investing transaction has been carried out, so this kind of investors might be especially motivated to try and predict the course of future economic policies in the potential beneficiary country. Thirdly, Fund programmes are characterised by the IMF requirements from user countries to adopt various market reforms, which might signal a more appealing investment climate. As pointed out by Biglaiser and De Rouen, if investors prefer market reforms to state interventionism, participation in IMF programmes might signal the readiness of the user country to initiate and maintain market policies and thus catalyse foreign investment under the assumption of *ceteris paribus.*

On the other hand, the positive link between the IMF's programmes and inflows of foreign investment might not necessarily be functioning either because borrower countries sometimes fail to implement predefined policy measures or because the Fund does not sanction the noncompliant countries. All this could negatively affect the perception of foreign investors.

Nevertheless, authors like Vreeland as well as Biglaiser and De Rouen point out that such occurrence might not be a problem as long as there is a perception that International Monetary Fund, on the whole, sanctions the countries not complying with the rules. Furthermore, if foreign investors prefer market reforms to state interventionism, they might be more inclined to invest in a country participating in the programme headed by the International Monetary Fund even with partially implemented reforms, as opposed to the alternative situation without the IMF in the country at all.

The above-illustrated lack of conceptual agreement regarding the arguments for or against the catalytic effect of International Monetary Fund instigated recently formed academic consensus that catalytic effect of the Fund is primarily an empirical question, which should be investigated with an appropriate empirical framework.

In that respect, this study uses econometric research to identify whether IMF arrangements in the region of Central and Southeastern Europe stimulate the increased inflow of foreign direct investment. After that, it proceeds by using the combination of conceptual reasoning and econometric estimations to identify two politico-economic factors that can contribute to the catalytic effect in the observed sample.

In order to perform this analysis, the author used time-series cross-section data for the sample of 17 countries in the CESEE region, in the period from 1990 to 2013. Namely, the sample includes Albania, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Hungary, Kazakhstan, Latvia, Lithuania, Macedonia, Poland, Romania, Russian Federation, Serbia, Slovak Republic and Ukraine. The sample was selected due to the geographical characteristics and participation in IMF financial agreement criteria. The dataset takes into account whether a country is under or not under the IMF arrangement.

In the first part of the research (examining the (in)existence of catalytic effect in the region), the dataset does not differentiate between different types of IMF arrangements, while in the second part the author employs the distinction between 3 basic types of IMF arrangements in order to demonstrate how their respective differences lead to varying degrees of the commitment on the part of the user country

and of the IMF influence in that context as well. These differences, on their part, can also affect the investors' perception and help the researchers discern which factors can positively influence catalytic effect.

Regarding the appropriate econometric approach, one of the key challenges for researchers on the topic of IMF effects refers to unobservability of the counterfactual outcome - it is impossible to know what would have happened if the country that participated in IMF arrangement at a particular period had not done it or vice versa. The literature on the impact of IMF arrangements on foreign capital flows has used various approaches to come up with and measure counterfactuals.

Before and after approach assumes that all the conditions which can affect a country's rate of foreign capital inflows are exactly the same before an arrangement is introduced as they are after. Thus, any change in the rate of capital inflows is attributed to participation in IMF programme. Such an approach suffers from a bias as it overlooks changes in the structure of the country or world-shocks between the two periods that are unrelated to the participation in an IMF arrangement.

Another approach measures the effect of the programme as the difference between the average foreign capital inflow in countries under arrangements and the average foreign capital inflow in the countries not under arrangements. By comparing the two, one controls for the effects of world shocks. However, the results may still be biased because this approach ignores endogeneity bias stemming from the fact that participation in an IMF arrangement is not a random event - characteristics of the countries participating in an IMF arrangement at a particular time may be systematically different from the countries not participating at the same time. The differences might arise due to observable or unobservable factors.

If it is assumed that only observed country characteristics determine IMF programme participation, propensity score matching may be an appropriate approach. It firstly computes the probability of participating in IMF arrangements conditional on observable characteristics of the countries. In the second step, these probabilities or propensity scores are used to form treatment and control groups and the mean differences are calculated across these two groups. However, if unobserved country characteristics determine IMF programme participation,

conditional independence assumption of PSM will be violated and the results will again be biased.

Yet another possible approach to address selectivity bias is instrumental variable method. However, it requires variables that are correlated with treatment selection, but not directly correlated with the outcome variable. It might be difficult to come up with genuine instrumental variable. Moreover, methods involving instrumental variables can be complicated and problematic when endogenous regressor is dichotomous and in this case treatment effect models are preferred.

Ultimately, one should try to find alternative ways to control for the presence of unobserved factors influencing selection into the treatment and the outcome. The presence of such Unobservable factors leading to endogeneity bias is especially pertinent as it has been detected by recent literature (as pointed out by Vreeland, Bauer et al. as well as Oberdabernig). For example, if a country is characterised by a government with strong “political will” that might make it more likely to participate in the IMF arrangements and undergo sovereignty and political costs associated with the arrangement. Furthermore, its strong political will might also make it less likely to nationalise foreign direct investment and thus attract more foreign direct investment. In this case, failing to control for political will which influences both selection and outcome would lead to endogeneity bias (correlation of binary regressor with error term) resulting in overestimation of positive IMF effect. Treatment effect model tries to detect and correct for the unobserved factors so that it is possible to effectively compare the outcome of units that participated in an IMF arrangement with the counterfactual outcome if they had not had an IMF arrangement.

Key principle behind this kind of models is to estimate two regressions simultaneously. The first is a probit regression predicting the probability of treatment. The second is linear or probit regression for the outcome of interest as a function of the treatment variables, controlling for observable confounders. (Basically, the model enables to the researcher to include endogenous treatment variable as an independent variable in the outcome equation after the first one has been solved.). In using this model, the covariance between the error term of the selection equation and outcome equation (ρ) is presumed to be not equal to zero, implying that there are unobservable factors influencing both selection into an IMF arrangement and

outcome i.e. FDI inflows. If there is such a correlation the model identifies it and corrects for it.

The treatment effects models address bias caused by correlation of the regressor with omitted variables, by adding a term to the outcome regression that represents the non-zero expectation of the error term (hazard rate or Inverse Mills Ratio - transformation of the predicted individual probabilities from the selection equation).

The coefficient of the Inverse Mills Ratio ($\lambda=\rho*\boldsymbol{\sigma}$ where ρ is the correlation between two error terms, $\boldsymbol{\sigma}$ is standard error of the outcome regression) will indicate if there is a selection bias. Because $\boldsymbol{\sigma}$ is >0 by definition, the sign of this coefficient is the same as ρ. If it is statistically significant then we will know that there is a selection bias and it is appropriate to use treatment effect model.

In this particular context, we are primarily interested in the effect of endogenous binary treatment (IMF participation) on the continuous, fully observed variable (FDI inflows) conditional on the independent variables in selection and treatment equations.

The model can be estimated either by using two-step estimator (TSE) or maximum likelihood estimator (MLE). The choice between the two is determined by the trade-off between efficiency and robustness. Wooldridge as well as Cameron and Trivedi (make a following point – ML estimator is more efficient under the assumption of joint normal distribution of error terms in the 2 equations, however it is less robust because it requires stronger assumptions regarding distribution of error terms u_j and ε_j. Furthermore, sometimes it is difficult to get the model to converge. Consequently, during the initial estimation the author uses two-step estimator, however, the robustness of the results was subsequently verified by alternative model estimation where she substituted two-step estimator with maximum likelihood one in the subsequent analysis within the study.

In the first part of this doctoral research, verifying hypothesis 1, the author finds evidence that IMF arrangements in general lead to increased inflow of foreign direct investments in the countries of Central and South-Eastern Europe in the

observed time-frame. Once, she has verified that, next step is to use the econometric analysis in order to verify hypothesis 2. This part of the research identifies 2 factors which can contribute to the existence of the previously identified catalytic effect – 1) credible commitment of user country to market reforms and 2) IMF's influence in this respect.

It is done by firstly segmenting the data on IMF arrangements in CESEE countries into three basic types. Those are Stand-by Arrangement (SBA), Extended Credit Facility (ECF) and Extended Fund Facility (EFF). The author analyses the extensive literature related to their characteristics, structure and subsequent implications regarding respective levels of credible commitment of a user-country and the influence of IMF in this context.

It is visible that due to its longer duration and final maturity (as well as grace period) compared to SBA, ECF user-countries will not need external liquidity relatively soon, making it less likely for them to commit credibly to concessions and reforms required to attract foreign capital. Moreover, ECF user-countries have stronger influence over programme conditionality compared to SBA, making it less likely to include possibly painful, but necessary measures to address economic vulnerabilities (Vreeland, 2003). All this makes the credible commitment of user-country to required reforms less likely. Furthermore, fewer and more general conditionality as well as less demanding monitoring dynamics make IMF less influential in this respect, giving more opportunities for user-countries to disregard IMF advice. SBA is characterised by opposite features, i.e. shorter duration and maturity, which makes user-countries in need of new injections of capital in near future and more likely to commit to the required reforms. Furthermore, tranche payments are conditioned on the implementation of prior actions. More demanding monitoring and leverage of IMF regarding conditionality make it more influential in this context. Finally, EFF type has mixed characteristics regarding previously mentioned features, as it is longer in duration and bigger in size compared to SBA, however it is also characterised by prior actions requirements and stronger conditionality similarly to SBA.

In summary, it can be shown that due to their respective characteristics, each arrangement type is characterised by a particular level of two factors: 1) credible

commitment of user-country to required reforms and 2) IMF ability to influence the user-country in this respect. Analysing their characteristics and structure it can be demonstrated that, ECF is characterised by lower level of credible commitment of user-country and the influence of IMF in this respect. SBA is characterised by higher level of credible commitment of user-country and IMF influence. Finally, EFF has mixed characteristics in this context.

The author hypothesized that under SBA arrangements characterised by higher level of credible commitment of user-country and the IMF influence in this respect, catalytic effect will be positive. Under ECF arrangements characterised by lower level of credible commitment of user-country and the influence of IMF in this respect, catalytic effect will be negative. Due to mixed characteristics of EFF type, it is not possible to form clear-cut expectations.

Subsequently, catalytic effect was calculated for each type of IMF arrangements. It was shown that there is a positive catalytic effect regarding SBA arrangements, while ECF and EFF arrangements both have negative effect on FDI. Based on the results, it is possible to conclude that only under those circumstances (i.e. IMF arrangement types) where user-countries can more credibly commit to required reforms and IMF can exert stronger influence to induce such behaviour on their part, there is a positive catalytic effect. Where this is not the case, there is no positive catalytic effect.

Such findings indicate that credible commitment of user-country to required reforms as well as the influence of IMF in this respect can contribute to the positive perception of FDI investors and their consequent decision to invest in the countries of the Central and South-Eastern Europe.

In summary, the empirical research answered 2 questions – do IMF financial arrangements stimulate foreign direct investment inflows, and if this is the case, what are some of the factors that can positively influence the existence of the catalytic effect? Controlling for the endogeneity bias by means of treatment effect model, the research shows that IMF financial arrangements, on the whole, lead to catalytic effect in the region of Central and South-Eastern Europe in the period between 1990 and 2013. Furthermore, differentiating between three basic types of Fund arrangements,

the research shows that only under those circumstances (i.e. under SBA arrangements) where user-countries can more credibly commit to required reforms and where IMF has stronger influence to induce such a behaviour on their part, the catalytic effect is positive. Where this is not the case (i.e. ECF and EFF arrangements), the catalytic effect is negative. Such results indicate that 2 factors – credible commitment of user-country towards economic reforms and the influence of IMF in this respect - can positively contribute towards catalytic effect.

Having confirmed the main hypothesis and the ancillary two working hypotheses, the author proceeded by further enriching the study with 4 relevant case studies. Namely, the results of the econometric research underlined the role of two factors that can contribute to the catalytic effect – credible commitment of the user country to economic reforms as well as the influence of the International Monetary Fund with respect to instigating such a behaviour on the part of the user country. Consequently, it is possible to form various combinations of these two factors and at the level of individual country and time period, observe their role in stimulating positive perception of foreign direct investors.

(By means of using the case studies, the author was able to pay special attention to the specific politico-economic context of the observed phenomena, bearing in mind, however, the limitations coming from the usage of such a method regarding the selectivity bias and the ability of generalising the results of qualitative research. That is why, following the approach of recent academic literature on the topic, the author used econometric methodology and approach to verify the hypothesis, and only after that, she used case studies for several selected countries, only as and additional illustration, which enriches the understanding of the observed occurrences).

The first case study regarding the Bulgaria illustrates the following implication – even if a country does not have a reputation of credibly implementing reforms, in the circumstances where it can show a strong positive change in its commitment to reforms, or where the Fund can make a strong incentive for the country to credibly commit to the implementation of reforms, this can lead to increased foreign direct investments.

The second case study of Poland shows the following – in the circumstances where a user country does have a reputation of the credible reformer, it can use the Fund as an instrument of external pressure, helping it to strengthen further its credible commitment to reforms. This can also lead to improved perception of foreign direct investors.

The third case study refers to Latvia. In the circumstances where the country enters into the IMF arrangement, although it may not necessarily act in the direction of IMF directives in a particular aspect of its economic policy, however it still demonstrates a strong commitment to reforms, foreign direct investors can still show increased interest.

The final case study relates to Hungary. This example somewhat differs from the expectations formed on the basis of the econometric results for the region as a whole. The country openly rejected an IMF arrangement and even went as far as renouncing some aspects of economic policy reinforced by the Fund. In accordance with the expectations from the econometric estimation, foreign investors did not reward Hungary. However, they did not even unequivocally punish the country by means of repatriating their investments or decreasing them in a continual manner. The case study went on to explain some of the possible reasons for that at conceptual and empirical level.

Taking into consideration extensive limitations regarding the availability of the relevant literature and data, due to which it was not possible to create a scientifically based case study for Croatia consistent with the previous four, the author created a separate, sui generis chapter on Croatia. It depicts an autonomous, politico-economic view on the economic policy in Croatia and its relations with the International Monetary Fund. After an historical overview and its interpretation, the author gives here take on the outlook regarding the possible future dealings between the two entities. She analyses the probability of an IMF arrangement in the medium term, with possible reasons why government representatives might reject or accept such a step.

After formulating research results as well as their implications illustrated through relevant case studies, the thesis proceeded with recommendations for the

creators of economic policy in the CESEE region. They point out towards the importance of critical thinking and deeper examination regarding: 1. Financial arrangements of International Monetary Fund (their costs and benefits) 2. Foreign direct investment (their costs and benefits) 3. The effect of Fund arrangements in the context of foreign direct investment inflows 4. The effect of IMF arrangements in the wider, socio-developmental context

Wrapping up, the research shows that IMF arrangements in general lead to catalytic effect in the observed region and the time frame. Consequently, there are cases where it is possible to use IMF as an instrument for increasing positive perception of foreign direct investors. IMF as a delegated monitor and IMF programmes as a mechanism of increasing policy predictability in the borrowing country, on the whole, led to increased propensity of foreign direct investors to hold assets in the observed countries and the time-frame. The results might help to explain why the governments of the concerned countries have been willing to participate in IMF programmes despite differing opinions and controversies surrounding IMF arrangements and why IMF's seal of approval has been important to them. The findings of the article also imply that there is a practical possibility for the policy-makers in the CESEE region to use IMF as a tool to improve the perception of foreign direct investors.

Although the results of this study provide insights to policymakers in the region and enable them to make more informed decisions regarding involvement in IMF programmes, they should be interpreted with caution. Firstly, it is important not to generalise – the results concern a particular group of countries in a given period and focus on FDI as opposed to other types of capital flows. In that vein, aggregate results may mask differences at the level of individual cases. Moreover, the lack of consensus regarding conceptual tenets as well as the empirical results at the global level suggests that the catalytic effect might not be regarded as a universal and reliable phenomenon. Nevertheless, it is present and relevant in certain cases. That is why in cases where it is detected, it is important to try and identify circumstances which contribute to its existence.

In this context, the results also indicated that participation in IMF financial arrangements by itself cannot automatically improve the perception of foreign direct

investors. Overall, what is crucial for the improved perception of foreign direct investors is the perspective of economic reforms in the country. Where foreign direct investors can form positive expectations in this respect (as in Stand-By Arrangements) due to 1) credible commitment of user country to required reforms and/or 2) the influence of IMF to induce the country to behave in such a way, catalytic effect is positive. Where this is not the case (as in Extended Credit Facilities and Extended Fund Facilities), catalytic effect is negative.

Regarding creators of the economic policy in the observed region, they are advised to critically examine potential benefits and costs regarding IMF financial arrangements and their respective effects.

Basically, although in certain circumstances and for certain samples, IMF arrangements can lead to increased inflow of foreign capital (including foreign direct investment), it is important to carefully consider both politico-economic costs and benefits of such an action, critically evaluating potential macro-financial as well as socio-developmental aspects of IMF arrangements.

SADRŽAJ

SAŽETAK ..... **XII**

SUMMARY ..... **XIV**

PROŠIRENI SAŽETAK ..... **XVI**

EXTENDED SUMMARY ..... **XVI**

SADRŽAJ ..... **XXVIII**

1. UVOD **33**

1.1. Problem, predmet i objekt istraživanja 37

1.2. Znanstvena hipoteza i pomoćne hipoteze 39

1.2.1. Temeljna hipoteza *39*

1.2.2. Pomoćne hipoteze *39*

1.3. Svrha i ciljevi istraživanja 40

1.4. Znanstvene metode 40

1.5. Okvir postojećih istraživanja 43

1.6. Struktura doktorskog rada 45

2. PREGLED ISTRAŽIVANE TEMATIKE, MAKROEKONOMSKE POSTAVKE FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA I ULOGA PRILJEVA INOZEMNOG KAPITALA **48**

2.1. Pregled istraživane tematike 49

2.2. Pojam i djelovanje Međunarodnog monetarnog fonda 56

2.2.1. Organizacijska definicija, postanak i razvoj Međunarodnog monetarnog fonda *56*

2.2.2. Institucionalni aspekti djelovanja Međunarodnog monetarnog fonda *59*

2.2.2.1. Organizacija rada i donošenje odluka 59
2.2.2.2. Izvori financijskih sredstava 64
2.2.2.3. Reforme upravljanja 68

2.2.3. Funkcije Međunarodnog monetarnog fonda *70*

2.2.3.1. Nadzor 70
2.2.3.2. Tehnička pomoć i edukacija 73
2.2.3.3. Financijski aranžmani 75

2.3. Temeljne značajke financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda 76

2.3.1. Životni ciklus financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda *76*

2.3.2. Tipovi financijskih aranžmana ... 81

2.3.2.1. Nekoncesivni zajmovi ... 82
2.3.2.2. Koncesivni zajmovi ... 86

2.4. Temeljene značajke okolnosti sklapanja financijskih aranžmana s Međunarodnim monetarnim fondom i uloga priljeva inozemnog kapitala ... 89

3. MAKROEKONOMSKI KATALITIČKI UČINAK MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEV INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA ... 94

3.1. Pojam katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda i njegov razvoj kroz vrijeme ... 94

3.1.1. Pojam katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda ... 94

3.1.2. Razvoj pojma katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda kroz vrijeme ... 97

3.2. Razlozi za i protiv postojanja katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda ... 103

3.3. Predikcije katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda prema tipovima financijskih aranžmana ... 107

3.3.1. ECF tip financijskih aranžmana ... 108

3.3.2. SBA tip financijskih aranžmana ... 109

3.3.3. EFF tip financijskih aranžmana ... 111

4. ANALIZA KATALITIČKOG UČINKA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEV INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA U ZEMLJAMA SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE ... 117

4.1. Ekonometrijska metodologija ... 117

4.1.1. Odabir modela ... 117

4.1.2. Karakteristike modela ... 120

4.1.2.1. Procjenitelji ... 122
4.1.2.2. Ekskluzijska restrikcija ... 124

4.2. Podaci ... 126

4.2.1. Osvrt o dostupnosti, pristupu i obradi podataka ... 126

4.2.2. Općenito o varijablama odrednicama sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa ... 130

4.2.3. Općenito o kontrolnim varijablama vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija ... 132

4.2.4. Varijable korištene u doktorskom istraživanju (utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe) i njihove teorijske postavke ... 134

4.3. Ekonometrijska procjena modela agregatnog katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija ... 148

4.4. Ekonometrijska procjena modela katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija prema tipovima financijskih aranžmana 154

4.5. Analiza osjetljivosti rezultata 162

4.5.1. Osjetljivost rezultata procijenjenog modela vezano uz dokazivanje PH1 162

4.5.2. Osjetljivost rezultata procijenjenog modela vezano uz dokazivanje PH2 166

5. MAKROEKONOMSKA OCJENA KATALITIČKOG UČINKA FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA ZEMLJE SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE 169

5.1. Prikaz rezultata analize katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija 169

5.2. Implikacije rezultata analize katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija 179

5.2.1. Studija slučaja-Bugarska: 183

5.2.2. Studija slučaja-Poljska: 194

5.2.3. Studija slučaja-Latvija: 206

5.2.4. Studija slučaja-Mađarska: 220

6. ZASEBAN POLITIČKO-EKONOMSKI OSVRT O EKONOMSKOJ POLITICI REPUBLIKE HRVATSKE I NJENIM ODNOSIMA S MEĐUNARODNIM MONETARNIM FONDOM 236

6.1. Pregled dosadašnjeg stanja u ekonomskoj politici i odnosima s Međunarodnim monetarnim fondom 238

6.2. Perspektiva budućih odnosa 249

7. PREPORUKE NOSITELJIMA EKONOMSKE POLITIKE U ZEMLJAMA SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE U VEZI S FINANCIJSKIM ARANŽMANIMA MEĐUNARODNOG MONETARANOG FONDA I PRILJEVOM INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA TE MOGUĆA PODRUČJA DALJNJIH ZNANSTVENIH ISTRAŽIVANJA 261

7.1. Preporuke za upravljanje ekonomskom politikom 262

7.1.1. Važnost kritičkog promišljanja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda (njihovih koristi i ograničenja) 262

7.1.2. Važnost kritičkog promišljanja priljeva inozemnih izravnih investicija 266

7.1.3. Važnost kritičkog promišljanja utjecaja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda u kontekstu priljeva inozemnih izravnih investicija 268

7.1.4. Važnost kritičkog promišljanja utjecaja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda u širem društveno-razvojnom kontekstu 270

7.2. Moguća područja daljnjih znanstvenih istraživanja 282

8. ZAKLJUČAK **285**

LITERATURA **293**

POPIS SHEMATSKIH PRIKAZA, TABLIČNIH PRIKAZA, TABLICA I GRAFIKONA **311**

SHEMATSKI PRIKAZI **311**

TABLIČNI PRIKAZI **311**

TABLICE **311**

GRAFIKONI **313**

POPIS PRILOGA **314**

PRILOZI **315**

1. UVOD

Ekonomske krize predmet su pozornosti znanstvene, stručne i šire javnosti zbog svoje otpornosti i trajnosti kroz povijest te negativnih ekonomskih, socijalnih i psiholoških posljedica, potičući stoga raspravu na koji način adresirati ove izazove kako na nacionalnoj tako i na međunarodnoj razini. Međunarodni monetarni fond (u daljnjem tekstu MMF ili Fond) je međunarodna institucija aktivna na globalnoj razini, često angažirana u adresiranju ekonomskih kriza (posebice zemalja u razvoju). MMF se najčešće povezuje s financijskim aranžmanima koji državama pogođenim krizom trebaju omogućiti prijeko potrebnu likvidnost ali i potaknuti ekonomsku prilagodbu s ciljem ekonomskog oporavka. Spomenuta dva elementa tj. osiguranje financijskih sredstava od strane Fonda te ekonomska prilagodba države korisnice povezana su kroz uvjetovanost financijskih aranžmana koja obvezuje države korisnice na poduzimanje konkretnih i predefiniranih mjera ekonomske politike kako bi primile prvu, a potom i svaku sljedeću uplatu financijskih sredstava od strane Fonda. MMF dijelom osigurava potrebnu likvidnost izravno, no uvjetovani financijski aranžmani osmišljeni su s namjerom i pretpostavkom priljeva i drugih vrsta kapitala odnosno investitora u državu korisnicu.

Odnos MMFa i priljeva inozemnog kapitala temelji se na pojmu katalitičkog učinka prema kojem sudjelovanje u uvjetovanim financijskim aranžmanima s MMFom može poboljšati percepciju tj. spremnost inozemnih investitora ulaganju u financijsku imovinu relevantne države (Cottarelli i Giannini 2006). Pritom se percepcija odnosno spremnost inozemnih investitora da iskoriste investicijske prilike u promatranoj državi operacionalizira indirektno kroz priljev inozemnih investicija. I sam MMF zastupa stav o katalitičkom učinku svojih aranžmana (Mussa i Savastano 1999, Kohler 2001, International Monetary Fund 2014b). No, je li ova pretpostavka točna? Potiču li financijski aranžmani priljev inozemnog kapitala pa tako i inozemnih izravnih investicija (FDI) te u kojim okolnostima?

U tom smislu, ova doktorska disertacija istražuje dovode li financijski aranžmani MMFa do povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe te identificira pojedine čimbenike koji mogu poticajno djelovati u tom kontekstu. Ovakav istraživački fokus posebice je zanimljiv iz sljedećeg

razloga - dosadašnja istraživanja na ovu temu prvenstveno su rađena na globalnoj razini te uključuju ekonometrijske analize i manji broj studija slučaja koje su najčešće usmjerena na zemlje Južne Amerike i Azije. Ona koriste različite metodologije, definicije zavisne varijable kao i ekonometrijske pristupe. Prema autoričinom saznanju trenutno ne postoje javno dostupna istraživanja s ovom temom usmjerena isključivo na područje Srednje i Jugoistočne Europe. Postojeća istraživanja tako nisu mogla ni uzeti u obzir specifičnosti promatrane regije. Rezultati ove doktorske disertacije stoga bi mogli omogućiti nositeljima ekonomske politike u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe donošenje kvalitetnijih odluka vezano uz (ne)sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa, temeljem relevantnih znanstvenih razmatranja

Disertacija operacionalizira i testira sljedeću hipotezu – Znanstvenim metodama moguće je dokazati da financijski aranžmani s MMFom u cjelini dovode do katalitičkog učinka u smislu povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe. Pritom, kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u tom smislu, mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Manji broj znanstvenih rasprava apstraktne prirode identificira nekoliko argumenata zbog kojih bi financijski aranžmani Fonda trebali pozitivno utjecati na priljev inozemnog kapitala (uključujući inozemne izravne investicije). Međutim uz ovakve argumente ukazuju i na i protuargumente zbog kojih bi pozitivan učinak mogao biti otežan ili izostati. Rezultati ovakvih rasprava ukazuju dakle na nepostojanje jednoznačnog odnosa između financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnih izravnih investicija (FDI). U znanstvenoj literaturi na ovu temu zbog tog se oblikovao konsenzus prema kojem je odnos između financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnih izravnih investicija prvenstveno empirijsko pitanje te ga je potrebno adresirati na empirijskoj razini (Jensen 2006, Steinwand i Stone 2008, Bird i Rowlands 2014).

U prvoj fazi istraživanja (koja ujedno verificira PH1), stoga se empirijski testira odnos između financijskih aranžmana MMFa i priljeva FDI u regiji Srednje i Jugoistočne Europe (CESEE regija) u razdoblju 1990-2013. Rezultati empirijskog testiranja ukazuju da financijski aranžmani MMFa u promatranom razdoblju za

promatranu skupinu država, u prosjeku dovode do pozitivnog i statistički značajnog povećanja priljeva FDI (katalitički učinak).

Nakon što je empirijski utvrđeno da financijski aranžmani Fonda u promatranom razdoblju i uzorku u cjelini dovode do katalitičkog učinka, u drugoj fazi istraživanja testira se važnost dvaju čimbenika koji mogu doprinijeti spomenutom katalitičkom učinku (te se ujedno verificira PH2). Pritom se cjelokupni financijski aranžmani MMFa (u promatranoj skupini zemalja i razdoblju) raščlanjuju na tri osnovna tipa (*Stand-By Arrangement* - SBA, *Extended Fund Facility* - EFF te *Extended Credit Facility* - ECF). Analizom njihovih značajki, vidljivo je da svaki od ovih triju tipova karakterizira određena razina dvaju čimbenika: 1. kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice traženim reformama te 2. utjecaja MMFa u smislu stvaranja poticaja za zemlju korisnicu na takvo obvezivanje. Analizom njihovih značajki i strukture, vidljivo je da ECF karakterizira niska razina kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice te utjecaja MMFa u tom smislu. SBA pak karakterizira visoka razina kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice te utjecaja MMFa u ovom kontekstu. Vezano uz spomenuta 2 čimbenika, EFF ima tzv. miješane karakteristike.

Potom se ponaosob izračunava katalitički učinak za svaki od triju spomenutih tipova financijskih aranžmana Fonda. Iz empirijske perspektive pokazuje se sljedeće - Kod onih tipova aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama impliciraju visoku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene i snažan utjecaj Fonda u tom smislu (SBA), dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Kod onih tipova financijskih aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama impliciraju nisku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na ekonomske promjene odnosno slab utjecaj MMFa u tom smislu (ECF), dolazi do negativnog katalitičkog učinka tj. odljeva inozemnih izravnih investicija. Kod onog tipa financijskih aranžmana koji imaju tzv. miješane karakteristike (EFF), katalitički učinak je također negativan.

Ovakvi rezultati ukazuju na značaj dvaju čimbenika - 1) kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene odnosno 2) utjecaja MMFa u tom smislu - koji mogu pozitivno djelovati na razinu katalitičkog učinka odnosno doprinijeti katalitičkom učinku.

Uloga ovih dvaju čimbenika dodatno se ilustrira i kroz 4 studije slučaja, a potom se temeljem svega navedenog oblikuju preporuke za nositelje ekonomske politike.

1.1. Problem, predmet i objekt istraživanja

Nositelji ekonomske politike, posebice u državama u razvoju, ponekad uspoređuju financijske aranžmane MMFa s financijskom putovnicom koja će državi korisnici omogućiti povratak na tržište kapitala (Edwards 2006). Drugi, pak, prikazuju MMF kao institucionalni modalitet za širenje interesa razvijenih država, koji može djelovati negativno na ekonomski rast i jačati globalnu nejednakost (Vreeland 2003).

U ekonomskom i političkom kontekstu, rasprave o MMFu često su nabijene snažnim, ali i oprečnim stavovima, a polemike o MMFu ne jenjavaju. Mnoge od ovih rasprava, pa čak i odluke nositelja ekonomske politike često nisu potkrijepljene relevantnim znanstvenim, te posebice empirijskim dokazima. Ovakva situacija dijelom je uvjetovana i činjenicom da je ekonomska, kao i ekonomsko-politička analiza MMFa relativno novo područje znanstvenog izučavanja, a u mnogim područjima rasprava na ovu temu još uvijek nije postignut konsenzus.

Polemike o MMFu, ali i potreba donošenja ekonomsko-političkih odluka vezano uz sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa stoga će se nastaviti i u budućnosti, te se javlja potreba za daljnjim i dubljim znanstvenim izučavanjem ove teme, čiji bi rezultati doprinijeli kvalitetnom i informiranom donošenju odluka u ekonomskoj politici.

Postojeća situacija u kojoj se odluke nositelja ekonomske politike vezano uz MMF aranžmane donose bez adekvatne znanstveno-utemeljene spoznajne podloge, ima niz negativnih posljedica. Ona može dovesti do otežane realizacije financijskih aranžmana, neželjenih i(li) neočekivanih učinaka na priljev inozemnih investicija, a što može otežati ujednačen rast i razvoj zemlje. Takve ekonomsko-političke okolnosti mogu doprinijeti socijalnim nemirima (pojedinih skupina društva posebice pogođenih ovakvim stanjem), a potom i političkim tenzijama koje mogu dalje produbiti „začarani krug“ recesije i socijalnog nezadovoljstva. Navedene okolnosti mogu doprinijeti i negativnoj percepciji uloge te smanjenju financijskih resursa i samog MMFa, a potom i posljedičnom smanjenju njegovog ekonomsko-političkog značaja i snage na globalnoj razini.

Imajući u vidu navedenu problematiku istraživanja definira se **znanstveni problem istraživanja:**

U posljednjih 10-15 godina došlo je do razvoja literature o odrednicama i učincima financijskih aranžmana MMFa, te odnosu između financijskih aranžmana MMFa i inozemnih kapitalnih priljeva. Usprkos tome, još uvijek postoji nedovoljna razina saznanja o utjecaju financijskih aranžmana MMFa na inozemne kapitalne priljeve (uključujući inozemne izravne investicije), kao i o okolnostima koje (de)stimuliraju poticajni učinak MMFovih aranžmana na takve priljeve, posebice na području Srednje i Jugoistočne Europe. Posljedica ovakvog stanja je činjenica da nositelji ekonomske politike donose odluke o korištenju i upravljanju MMFovim aranžmanima bez adekvatne znanstvene tj. ekonomsko-političke analize, što se može negativno odraziti kako na državu korisnicu aranžmana tako i na sam MMF.

Iz takvog problema istraživanja proizlazi i **predmet znanstvenog istraživanja**:

Definiranjem odgovarajućih konceptualnih postavki i upotrebom relevantnog empirijskog modela, istražiti utjecaj financijskih aranžmana s Međunarodnim monetarnim fondom na priljev inozemnih izravnih investicija u Srednjoj i Jugoistočnoj Europi; identificirati pojedine okolnosti koje mogu djelovati na katalitički učinak Fonda vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija; sustavno i jednostavno formulirati rezultate istraživanja te njihove implikacije, kao i preporuke za nositelje ekonomske politike.

Znanstveni problem i predmet znanstvenog istraživanja odnose se na dva glavna **objekta znanstvenog istraživanja**, a to su: Međunarodni monetarni fond i inozemne izravne investicije.

1.2. Znanstvena hipoteza i pomoćne hipoteze

1.2.1. Temeljna hipoteza

Znanstvenim metodama moguće je dokazati da financijski aranžmani s MMFom u cjelini dovode do katalitičkog učinka u smislu povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe. Pritom, kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u tom smislu mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Tako postavljena temeljna hipoteza, implicira više pomoćnih hipoteza:

1.2.2. Pomoćne hipoteze

P.H.1: Financijski aranžmani s MMFom u cjelini dovode do katalitičkog učinka u smislu povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe.

P.H.2.: Kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u tom smislu mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Kontekst i proces dokazivanja temeljne hipoteze odnosno pomoćnih hipoteza ukratko su prikazani u uvodnom dijelu.

1.3. Svrha i ciljevi istraživanja

Svrha istraživanja je doprinijeti povećanju fonda znanstvenih činjenica o prirodi i zakonitostima odnosa između financijskih aranžmana MMFa i priljeva inozemnih izravnih investicija, te tako pomoći stvaranju podloge za kvalitetnije donošenje odluka u ekonomskoj politici.

Ciljevi istraživanja su: prikazati temeljne makroekonomske postavke financijskih aranžmana MMFa i uloge priljeva inozemnog kapitala u tom kontekstu, definirati pojam katalitičkog učinka MMFa te njegove konceptualne postavke, upotrebom odgovarajućeg empirijskog modela istražiti utjecaj financijskih aranžmana s MMFom na priljev inozemnih izravnih investicija u Srednjoj i Jugoistočnoj Europi te identificirati pojedine čimbenike koji mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak MMFa vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija; znanstveno utemeljeno formulirati rezultate istraživanja i njihove implikacije, te potom temeljem navedenog definirati preporuke za nositelje ekonomske politike.

1.4. Znanstvene metode

Ovaj doktorski rad istražuje utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe[1] u razdoblju između 1990. te 2013. godine. Tijekom znanstvenog istraživanja te izrade doktorske disertacije koristit će se sljedeće znanstvene metode – induktivna i deduktivna metoda, metoda analize i sinteze, metoda apstrakcije i konkretizacije kao i komparativna metoda, metoda dokazivanja i opovrgavanja te metoda kompilacije. Također koristit će se i statistička metoda te metoda mjerenja. U središnjem dijelu istraživanja koristit će se i ekonometrijske metode. Naime, kako bi se znanstvenim putem testirala hipoteza, potrebno je oblikovati i procijeniti odgovarajući ekonometrijski model utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija. U tu svrhu korišten je model tretmanskog efekta *(treatment effects model)*, na kojem se temelje empirijski dijelovi doktorske disertacije.

[1] Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Češka Republika, Estonija, Mađarska, Kazahstan, Latvija, Litva, Makedonija, Poljska, Rumunjska, Ruska Federacija, Srbija, Slovačka Republika, Ukrajina.

Jedan od ključnih metodoloških izazova vezanih uz istraživanje utjecaja financijskih aranžmana Fonda na različite makroekonomske agregate je činjenica da sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa nije slučajan događaj (Edwards 2006, 2005, Vreeland 2003, Chiewroth 2005, Jensen 2004, 2006). Iz navedenog razloga (kao i etičkih te podatkovnih ograničenja) u ovom kontekstu nije moguće kao u prirodnim znanostima provoditi eksperimente s tretmanskom i kontrolnom skupinom, već znanstvenici osmišljavaju niz načina kako bi adresirali ovaj izazov. U poglavlju 4.1.1. doktorskog rada naslovljenom „Odabir modela“ tako je opisano nekoliko metoda kojima su znanstvenici u recentnoj povijesti pokušali dati znanstveno utemeljen odgovor na ovo pitanje, te su navedeni znanstveni argumenti za odabir metode tretmanskog efekta kao primjerene u svrhu istraživanja utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe.

Općenito uzevši, uvriježene regresijske metode (kojima bi se testirao odnos između sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda i priljeva FDI) nisu pogodne u ovom slučaju zbog problema selekcijske odnosno endogene pristranosti povezane s činjenicom da sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda nije slučajno tj. države koje sudjeluju u financijskim aranžmanima se sistematski razlikuju od država koje ne sudjeluju (Vreeland 2003, Jensen 2006, Steinwand i Stone 2008). Naime, ukoliko je jedan ili više regresora u jednadžbi (npr. sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa) koreliran sa slučajnom greškom javlja se problem endogenosti. Ako dakle takav regresor djeluje kao aproksimacija za neopažene faktore koji djeluju na njega, ali i na zavisnu varijablu (priljev inozemnih izravnih investicija); onda procijenjeni koeficijent uz takav regresor ne možemo interpretirati kao njegov utjecaj na zavisnu varijablu jer on u sebi „obuhvaća“ i efekte neopaženih faktora (Stock i Watson 2008, Greene 2012). Tako npr. može postojati veća vjerojatnost da će države koje karakterizira financijska kriza sudjelovati u programu MMFa u odnosu na one kod kojih to nije slučaj. Prihvatimo li pretpostavku da financijska kriza i prisutnost programa MMFa mogu zasebno djelovati na priljev inozemnih investicija, metodološko agregiranje ovih dvaju pojavnosti može dovesti do statistički pristranih zaključaka. U ovom slučaju postoji rizik pripisivanja uzroka određene razine priljeva FDI, financijskom aranžmanu MMFa umjesto karakteristikama države (financijska kriza) koje su dovele do MMFovog angažmana u promatranim državama.

Kako model tretmanskog efekta eliminira utjecaj ne-slučajne selekcije država (endogene tj. selekcijske pristranosti) koje sudjeluju u financijskim aranžmanima MMFa, uzimajući u obzir kako opažene tako i neopažene faktore, preostala razlika u priljevu inozemnog kapitala između država koje sudjeluju ili ne sudjeluju u financijskim aranžmanima MMFa je stoga rezultat samog financijskog aranžmana MMFa (Greene 2012, Oberdabernig 2013).

1.5. Okvir postojećih istraživanja

Znanstvenu literaturu koja proučava odnos između financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda i međunarodnog kapitala moguće je podijeliti u dva tematska područja: prvo područje proučava odnos između financijskih aranžmana Fonda i pristupa tržištima kapitala, dok drugo istražuje izravno utjecaj financijskih aranžmana MMFa na tijekove inozemnog kapitala. Potonje područje posebice je značajno i relevantno u kontekstu ovog doktorskog rada te je stoga pregled postojeće literature u tom kontekstu detaljnije obrađen u poglavlju 2 ovog rada.

Istraživanja o financijskim aranžmanima MMFa i pristupu tržištima kapitala obično su usmjerena na proučavanje odnosa između MMF programa te prinosa ili ročnosti obveznica kojima se financira javni dug na inozemnim tržištima kapitala. U tom smislu **Haldane** (1999) pokazuje kako razlike u kamatnim stopama (*spreadovi*) na obveznice promatranih država nisu zabilježile značajne promjene nakon najave sklapanja financijskog aranžmana s MMFom te su potom u duljem vremenskom razdoblju i dalje bilježile visoke razine. Međutim, **Mody i Saravia** (2006) nalaze da financijski aranžmani MMFa u prosjeku povećavaju frekvenciju izdavanja obveznica kao i njihovu cijenu, dok spreadovi bilježe pad. **Arabaci i Ece**r (2014) dokazuju da financijski aranžmani Fonda značajno poboljšavaju uvjete zaduživanja (mjerene kroz omjer ročnosti i kamate promatranog duga), što predstavlja poboljšanje u pristupu tržištima kapitala. Učinak je snažniji što su ekonomski pokazatelji promatranih država bolji.

Istraživanja o odnosu između financijskih aranžmana MMFa i tijekova inozemnog kapitala relativno su malobrojna, a uključuju studije slučaja te ekonometrijske analize većeg uzorka zemalja. Tako **Diaz-Casou et al.** (2006) nalaze da financijski aranžmani Fonda imaju pozitivan katalitički učinak na FDI, te izraženo negativan učinak na priljeve kratkoročnog dužničkog kapitala. **Biglaiser i De Rouen** (2010) pokazuju da zemlje koje sudjeluju u aranžmanima Fonda privlače inozemne izravne investicije iz Sjedinjenih Američkih Država, s posebice pozitivnim učinkom stand-by aranžmana. **Bauer et al.** (2012) ukazuju na pozitivan učinak financijskih aranžmana Fonda na priljeve FDI u demokracijama, dok je slab negativni katalitički učinak prisutan u autokracijama. **Barro i Lee** (2005) pak nalaze dokaze o postojanju

pozitivnog no statistički neznačajnog učinka MMFa na inozemne izravne investicije. S druge strane, **Jensen** (2004, 2006) te **Edwards** (2006) ukazuju da financijski aranžmani Fonda dovode do smanjenja priljeva inozemnih izravnih investicija odnosno portfeljnih investicija.

Kako spomenute studije upotrebljavaju različite metodologije, promatraju različita vremenska razdoblja i države, njihove rezultate često je teško konzistentno uspoređivati. Međutim, manjak jednoznačnih rezultata istraživanja o utjecaju financijskih aranžmana MMFa na inozemne kapitalne priljeve uključujući inozemne izravne investicije ukazuje na potrebu dubljeg izučavanja ove teme.

1.6. Struktura doktorskog rada

U **uvodnom poglavlju** ukratko su opisani osnovni elementi i postavke doktorskog rada. Ovdje su definirani problem, predmet i objekt istraživanja, znanstvena hipoteza i pomoćne hipoteze kao i svrha te ciljevi istraživanja. Dan je i pregled odgovarajućih znanstvenih metoda primijenjenih u ovom radu, naznačen okvir postojećih istraživanja te ukratko prikazana struktura doktorskog rada.

U drugom poglavlju naslovljenom **Pregled istraživane tematike, makroekonomske postavke financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda i uloga priljeva inozemnog kapitala** detaljnije se opisuju dosadašnja istraživanja s tematikom odnosa financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnog kapitala. Zatim su definirani pojam i djelovanje Međunarodnog monetarnog fonda uključujući organizacijsku definiciju, razvoj te institucionalne aspekte djelovanja kao i njegove tri ključne funkcije. Slijedi obrazloženje temeljnih značajki financijskih aranžmana Fonda s osvrtom na njihov životni ciklus te različite tipove kao i kratki prikaz temeljnih značajki okolnosti sklapanja financijskih aranžmana MMFa i uloge priljeva inozemnog kapitala.

U trećem poglavlju s nazivom **Makroekonomski katalitički učinak Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija** ukratko je definiran pojam samog katalitičkog učinka Fonda kao i njegov razvoj kroz vrijeme. Ukratko su izneseni i razlozi za i protiv postojanja katalitičkog učinka Fonda. Završno su oblikovane i predikcije katalitičkog učinka MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija razlikujući između triju osnovnih tipova financijskih aranžmana Fonda u CESEE regiji.

U četvrtom poglavlju **Analiza katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe** empirijski je testirana znanstvena hipoteza doktorskog rada. U tu svrhu bilo je potrebno provesti ekonometrijska testiranja pomoću odgovarajuće metodologije i podataka. U ovom poglavlju stoga su prvo ukratko definirani korištena ekonometrijska metodologija i podaci, a potom su opisani ekonometrijski rezultati istraživanja u svrhu dokazivanja pomoćne hipoteze 1 te potom i pomoćne hipoteze 2. U završnom dijelu poglavlja provedeno je i testiranje osjetljivosti rezultata ekonometrijskog istraživanja.

Peto poglavlje naslovljeno **Makroekonomska ocjena katalitičkog učinka financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda na zemlje Srednje i Jugoistočne Europe** u svom prvom dijelu daje prikaz rezultata ekonometrijske procjene modela provedene u prethodnom poglavlju. Ovdje se detaljno predstavljaju i interpretiraju rezultati vezano uz verifikaciju dvaju pomoćnih hipoteza.

Istraživanje se potom dodatno obogaćuje s nekoliko studija slučaja u drugom dijelu petog poglavlja. Kako ekonometrijski rezultati istraživanja ukazuju na važnost dvaju čimbenika - kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice na gospodarske promjene te utjecaja Fonda u tom smislu, ovdje se oblikuju različite kombinacije spomenutih čimbenika te se kroz 4 studije slučaja ilustrira njihova uloga u proučavanom kontekstu.

Uzevši u obzir snažna ograničenja u postojanju primjerene znanstvene podloge zbog kojih nije bilo moguće oblikovati znanstveno utemeljenu i konzistentnu studiju slučaja za Hrvatsku poput četiriju studija iz prethodnog poglavlja, te uvaživši značaj Hrvatske u kontekstu izrade doktorskog rada na hrvatskom sveučilištu, u šestom poglavlju dan je stoga **zaseban političko-ekonomski osvrt o ekonomskoj politici Republike Hrvatske i njenim odnosima s Međunarodnim monetarnim fondom.** Nakon pregleda dosadašnjeg stanja organiziranog u tri tematski i kronološki povezane cjeline, slijedi osvrt o perspektivi budućih odnosa vezano uz potencijalni angažman Fonda u RH. Tu se prvo analizira postoji li realna mogućnost angažmana MMFa, a potom slijede i razlozi zbog kojih bi se predstavnici Vlade RH mogli odlučiti za korištenje, odnosno nekorištenje financijskih aranžmana Fonda u tom kontekstu.

Sedmo poglavlje naslovljeno je **Preporuke nositeljima ekonomske politike u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe u vezi s financijskim aranžmanima Međunarodnog monetarnog fonda i priljevom inozemnih izravnih investicija te moguća područja daljnjih znanstvenih istraživanja**. Temeljem rezultata doktorskog istraživanja, ali ih i stavivši u širi političko-ekonomski kao i znanstveni kontekst, ovdje su iznesene preporuke za nositelje ekonomske politike u regiji Srednje i Jugoistočne Europe. One su usmjerene na važnost kritičkog promišljanja 1) financijskih aranžmana MMFa (njihovih mogućnosti i ograničenja) 2) priljeva inozemnih izravnih investicija (njihovih mogućnosti i ograničenja) 3) utjecaja financijskih aranžmana MMFa u kontekstu priljeva FDI 4) utjecaja financijskih aranžmana MMFa u širem društveno-razvojnom kontekstu. U nastavku poglavlja

zatim se definiraju i prijedlozi za nekoliko mogućih istraživačkih projekata u budućnosti kojima kao početna podloga može poslužiti provedeno doktorskog istraživanje, osvrnuvši se ukratko i na tekuća ograničenja u znanstvenim istraživanjima na ovu temu.

U osmom odnosno **zaključnom poglavlju** je na sustavan i jezgrovit način izložena sinteza relevantnih informacija i spoznaja koje su detaljno obrađene u cjelokupnom tekstu doktorskog rada.

2. PREGLED ISTRAŽIVANE TEMATIKE, MAKROEKONOMSKE POSTAVKE FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA I ULOGA PRILJEVA INOZEMNOG KAPITALA

U posljednjih 25 godina prosječno pedesetak država godišnje sa sveukupno više od milijardu stanovnika koristilo je ili koristi financijske aranžmane Međunarodnog monetarnog fonda. Pritom financijski aranžmani mogu značajno utjecati na kvalitetu života u zemljama korisnicama: primjerice okvir aranžmana može utjecati na prioritete i strukturu fiskalne i monetarne politike kao i strukturnih reformi, dok eventualne ekonomske tenzije mogu pogoršati ili doprinijeti političkim kao i društvenim napetostima. Stoga ne čudi što financijski aranžmani privlače snažnu pozornost političkih elita, znanstvene, stručne ali i šire javnosti. Pritom su rasprave često „obojane“ snažnim emocijama i ideološkim elementima, no odaju nedovoljnu razinu poznavanja mehanizama djelovanja Fonda i njihovih mogućih efekata te korištenja znanstvene argumentacije.

U tom kontekstu, ovo istraživanje ne predstavlja polemiku o Međunarodnom monetarnom fondu, već pokušaj objektivne i znanstveno utemeljene analize pojedinih aspekata djelovanja i utjecaja Fonda. Kako bi to bilo moguće ostvariti, nužno je krenuti od temelja te definirati objekte istraživanja, započevši s identificiranjem pojma i djelovanja Međunarodnog monetarnog fonda uključujući i njegove funkcije, među kojima najviše pozornosti često privlače upravo financijski aranžmani. Ovdje je zato fokus potrebno usmjeriti i na značajke spomenutih aranžmana, a potom i okolnosti u kojima ih države sklapaju, objasnivši ulogu priljeva inozemnog kapitala uključujući inozemne izravne investicije. No, prije svega navedenog, korisno je sistematizirati i opisati okvir dosadašnjih istraživanja promatrane tematike, što uz prethodno navedene elemente doprinosi oblikovanju šireg konteksta ovog istraživačkog rada.

2.1. Pregled istraživane tematike

Znanstvena istraživanja o odnosu između financijskih aranžmana MMFa i tijekova inozemnog kapitala relativno su malobrojna, a uključuju studije slučaja te ekonometrijske analize većeg uzorka zemalja.

U kontekstu studija slučaja, **Bird, Mori i Rowlands** (2000) u svom istraživanju zaključuju da angažman međunarodnih financijskih institucija poput Svjetske banke i MMFa nije dovoljan preduvjet za osiguravanje kapitalnih tijekova, već je važna predanost reformama i „vlasništvo“ nad financijskim aranžmanom. Tamo gdje nositelji ekonomske politike nisu percipirani kao predani reformskim naporima, ne dolazi u principu do katalitičkog učinka. Autori također zaključuju da financijski aranžmani MMFa u cjelini imaju negativan učinak na priljev kapitala.

Ghosh i suradnici (2002) su proveli analizu 8 zemalja suočenih s krizom kapitalnog računa platne bilance tijekom 1990ih godina. Autori uspoređuju projekcije MMFa i ostvarenja pokazatelja tekućeg i kapitalnog računa platne bilance. Prema njihovim rezultatima, projekcije MMFa kontinuirano su precjenjivale poticajni učinak MMF aranžmana na kretanje kapitala, te stoga zaključuju „kako MMFovi financijski aranžmani nisu uspjeli povratiti povjerenje aktera na tržištu kapitala, jer su kapitalni priljevi bili manji od očekivanih“. Ovakva situacija može dovesti do potrebe značajnije prilagodbe tekućeg računa platne bilance od prvotno predviđene u MMFovim analizama.

Potrebno je spomenuti i istraživanje koje su proveli **Diaz-Cassou, Herrero i Molina (2006)** upotrijebivši kombinaciju studije slučaja i ekonometrijske analize zemalja suočenih s krizom kapitalnog računa platne bilance tijekom 1990ih godina u Južnoj Americi i Aziji. Ova skupina autora u svojim rezultatima ističe nepostojanje katalitičkog učinka u cjelini, no postoje razlike u rezultatima ovisno o tipu kapitalnih tijekova te ciljevima financijskog aranžmana MMFa. Promatrano po tipovima kapitalnog priljeva, financijski aranžmani MMFa imaju pozitivan učinak na inozemne izravne investicije (FDI), no izraženo negativan učinak na priljeve kratkoročnog dužničkog kapitala.

Ekonometrijska istraživanja koja istražuju učinak financijskih aranžmana MMFa na kapitalne tijekove nešto su brojnija te posebno relevantna u kontekstu teme i metodologije ovog doktorskog rada. U cjelini, postoje studije čiji rezultati potvrđuju

pozitivni utjecaj MMFa na priljeve kapitala, kao i one koje ne ukazuju na takve rezultate. Stoga je vidljivo da dosadašnja empirijska istraživanja nisu urodila konsenzusom o ovoj temi.

Rowlands (2001) utvrđuje kako uobičajeni tipovi MMFovih aranžmana djeluju kao katalizator kapitalnih tijekova, mjerenih kroz promjenu vanjskog duga promatranih država. Ovaj učinak izraženiji je u pojedinim razdobljima (1980e godine), kod zajmova državama niske razine dohotka, te kod priljeva kapitala iz službenih izvora. Prema istraživanjima autora **Bordo, Mody i Oomes** (2004) nakon sklapanja MMF aranžmana dolazi do određenog pogoršanja makroekonomskih pokazatelja, a potom slijedi njihovo poboljšanje kao i pojačan priljev kapitala. Također utvrđuju da je katalitički učinak MMFa najizraženiji kod država s „lošim, no ne i izrazito lošim“ ekonomskim temeljima.

Biglaiser i De Rouen (2010) u svom istraživanju pokazuju pak kako države korisnice MMF aranžmana privlače povećane inozemne izravne investicije iz Sjedinjenih Američkih Država (SAD), pri čemu posebno poticajno na njih djeluju stand-by aranžmani.

Različiti autori pokušali su objasniti koji čimbenici djeluju na varijabilnost katalitičkog učinka MMFa na međunarodne kapitalne priljeve:

Bauer, Cruz i Graham (2012) pokazuju da učinak MMF financijskih aranžmana ovisi o domaćim institucijama država korisnica. Pristup država novim inozemnim izravnim investicijama ovisi o njihovoj sposobnosti kredibilnog obvezivanja na provedbu reformi, a ova sposobnost sustavno varira ovisno o tipu režima (demokracije nasuprot autokracijama). U državama s demokratskim režimom gdje se Vlada može kredibilno obvezati na ekonomsku prilagodbu, sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa ima snažan pozitivni učinak na priljev inozemnih izravnih investicija. S druge strane, u autokracijskim državama, financijski aranžmani s MMFom rezultiraju slabim negativnim učinkom.

Van der Veer i de Jong (2013) razlikuju između MMFovih programa u državama koje restrukturiraju svoj vanjski dug u istoj godini u kojoj je sklopljen financijski aranžman s MMFom, te u državama kod kojih to nije slučaj. Prema njihovim rezultatima, financijski aranžmani MMFa potiču inozemne kapitalne priljeve

(mjerene kroz zbroj bankovnih zajmova, obveznica, inozemnih izravnih ulaganja i inozemnih portfeljnih ulaganja) u državama koje ne restrukturiraju svoj vanjski dug.

Benelli (2006) u svom istraživanju dokazuje da je veličina financijskih sredstava vezanih uz aranžman s MMFom negativno povezana s priljevom inozemnog kapitala – tj. što je veći iznos financijskog aranžmana to je veći podbačaj realiziranih kapitalnih priljeva u odnosu na inicijalno projicirane u promatranom uzorku država.

Woo (2013) razlike u priljevu inozemnih izravnih investicija tumači razlikom u broju i značaju uvjetovanosti u financijskim aranžmanima MMFa, pri čemu financijski aranžmani s većim brojem uvjetovanosti te većim brojem politički zahtjevnih uvjetovanosti privlače više izravnih inozemnih investicija.

Ovdje je potrebno spomenuti i studije koje istražuju postoje li pozitivni učinci financijskih aranžmana MMFa na proces privatizacije i restrukturiranja javnog duga:

Brune, Garret i Kogut (2004) istražuju utjecaj aranžmana MMFa na privatizaciju. Ukazuju kako ovakvi financijski aranžmani rezultiraju neizravnim ekonomskim koristima – investitori su spremni platiti više za privatiziranu imovinu u državama koje su korisnice MMFovih aranžmana. Ovakve rezultate tumače činjenicom da sudjelovanje u aranžmanima MMFa može poslati signal inozemnim investitorima o predanosti ekonomskim reformama od kojih će vlasnici privatizirane imovine imati koristi. Ukoliko država provodi privatizaciju kada koristi financijski aranžman MMFa, vjerojatnije je da će investitori kupiti privatiziranu imovinu i plati veću cijenu za nju, jer očekuju da će pod utjecajem MMFa ekonomska politika vlade biti snažnije tržišno orijentirana.

Potrebno je spomenuti i članak **S. Marches**i (2003) koja empirijski dokazuje kako sklapanje uvjetovanog financijskog aranžmana s MMFom može poslužiti kao signal ekonomski „pozitivnog“ ponašanja vlade države korisnice aranžmana, te stoga može potaknuti privatne kreditore da odobre restrukturiranje vanjskog duga promatrane države. Međutim autorica u svom radu ne razlučuje restrukturiranje vanjskog duga koje je nastalo kao posljedica tzv. „orkestriranih zajmova MMFa i financijskog sektora“ od restrukturiranja koja su rezultat istinskog katalitičkog učinka.

Uz gore navedene članke čiji rezultati ukazuju na pozitivni utjecaj MMFa vezano uz kapitalne priljeve, postoji i značajan broj znanstvenih istraživanja i članaka čiji rezultati ne daju jednoznačnu potporu postojanju katalitičkog učinka MMFa.

Rodrik (1995) u svom istraživanju pokazuje da su zajmovi multilateralnih institucija, negativno, no ne i statistički značajno, povezani s budućim tijekovima privatnog kapitala. On također naglašava i snažne razlike između MMFa i ostalih multilateralnih financijskih institucija. Dok su ostale multilateralne institucije imale negativan učinak na buduće priljeve kapitala, (posebice bankovne zajmove), financijski aranžmani MMFa rezultiraju povećanim priljevom privatnog inozemnog kapitala u cjelini, ali i smanjenjem priljeva inozemnih izravnih investicija.

Schadler i suradnici (1995) promatraju učinke financijskih aranžmana MMFa na kapitalne priljeve u razdoblju od kraja 1980ih godina do početka 1990ih godina, te dolaze do zaključka da je povećani priljev kapitala prisutan samo u jednoj trećini slučajeva. **Adji i suradnici** (1997) u svom istraživanju također zaključuju da financijski aranžmani MMFa ne djeluju značajno na inozemne priljeve izravnih investicija.

Barro i Lee (2005) upotrebljavaju instrumentalne varijable kako bi procijenili učinak MMF programa na različite makroekonomske agregate, te su ustanovili da financijski aranžmani MMFa dovode do pozitivnog no statistički neznačajnog učinka na investicije (mjerene omjerom inozemnih izravnih investicija prema bruto domaćem proizvodu).

Jensen (2004) također testira postojanje katalitičkog učinka na kretanje inozemnih izravnih investicija. Kontrolirajući za selekcijski učinak sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa, Jensen dokazuje da financijski aranžmani MMFa dovode do niže razine inozemnih izravnih investicija. Prema njegovim istraživanjima, države koje sklope financijski aranžman s MMFom bilježe 25 posto manje inozemnih izravnih investicija od država koje nemaju ovakav aranžman.

Edwards (2005) testira postojanje katalitičkog učinka financijskih aranžmana MMFa na inozemne portfeljne investicije, ovisno o stupnju provedbe aranžmana. Prema rezultatima istraživanja, nakon suspenzije financijskog aranžmana MMFa u promatranim državama, investitori u značajnoj mjeri povlače svoju imovinu jer percipiraju da spomenute države nisu „sigurno mjesto“ za njihovo ulaganje. S druge

strane, ne postoje jasni rezultati koji ukazuju da investitori reagiraju pozitivno na uspješnu provedbu programa MMFa. Stoga autor zaključuje da MMF „funkcionira poput jednosmjernog signala – s obzirom da suspenzija MMF programa generira jasne troškove vezano uz učinak na kretanje inozemnih portfeljnih investicija, no uspješna provedba programa ujedno ne generira konzistentne koristi“.

Edwards (2006) u svom istraživanju pokazuje da države korisnice MMF programa bilježe značajan odljev inozemnih portfeljnih investicija koje su ujedno najizgledniji kandidat za prisutnost katalitičkog učinka. Kontrolirajući za selekcijsku pristranost, autor dokazuje da je uzrok odljeva kapitala financijski aranžman MMFa, a ne negativne ekonomske okolnosti koje su potakle promatrane države na obraćanje MMFu.

Ovdje je potrebno spomenuti i autore **G. Birda te D. Rowlandsa** koji su značajan dio svog akademskog opusa posvetili izučavanju odnosa između financijskih aranžmana MMFa i kretanja kapitala.

U svom članku iz 1997. godine, upotrebljavajući metodu najmanjih kvadrata zaključuju da empirijski testovi u cjelini ne podupiru tezu o postojanju pozitivnog katalitičkog učinka, no učinak međunarodnih financijskih institucija ovisi o tome kako mjerimo kapitalne tijekove. Nadalje, katalitički učinak na zajmove (pozitivan ili negativan) varira prema promatranim vremenskim razdobljima, zajmodavcima i zajmoprimcima.

U svom istraživanju iz 2002. godine, autori kombiniraju 3 različita pristupa: anketne upitnike financijskim menadžerima, ekonometrijsko istraživanje te studije slučaja. Rezultati ekonometrijskog istraživanja ukazuju da ukoliko empirijski učinak i postoji, on je „slab i djelomičan“ te varira ovisno o promatranim državama, definiciji kapitalnih tijekova i prirodi angažmana MMFa. Autori stoga zaključuju da „bilo kakvi općeniti zaključci na ovu temu iziskuju oprez, no čini se da empirijsko istraživanje na velikom uzorku ne daje potvrdu teze o postojanju snažnog i konzistentnog pozitivnog katalitičkog učinka.“

Bird i Rowlands u svom članku iz 2009. godine testiraju učinak financijskih aranžmana MMFa na različite tipove kapitalnih priljeva upotrebom modela tretmanskog efekta. Autori nalaze dokaze o postojanju agregatno negativnog, no statistički neznačajnog katalitičkog učinka. Raščlanjujući prema vrstama kapitalnog

priljeva, Bird i Rowlands dokazuju postojanje negativnog učinka aranžmana MMFa na inozemne izravne investicije, te značajan pozitivan učinak na inozemne portfeljne investicije. Prema autorima, predstavljeni argumenti ukazuju na agregatno neznačajan i nepouzdan katalitički učinak, uz postojanje supstitucijskog učinka između različitih tipova kapitalnih priljeva. Bird i Rowlands zaključuju da „u cjelini, ne postoji snažan i pouzdan pozitivan i značajan katalitički učinak“.

Na kraju, važan doprinos literaturi iz ovog područja dala je i **M. Bauer Racenberg** u svom istraživanju iz 2011. godine, gdje promatra razloge zbog kojih financijski aranžmani MMFa ne dovode uvijek do pojačanog priljeva inozemnog kapitala u države korisnice aranžmana. Rezultati njenog istraživanja ukazuju da inozemni portfeljni investitori u svakom od promatranih slučajeva povećavaju kapitalne priljeve u države koje sklapaju financijske aranžmane s MMFom. S druge strane, inozemni izravni investitori ne povećavaju svoja ulaganja u države korisnice MMF aranžmana ukoliko percipiraju provedbu reformi manje izglednom slijedom niza faktora - zbog toga što je država korisnica od političko-ekonomske važnosti za SAD kao najmoćniju članicu MMFa, zbog toga što je sklopila aranžman koncesivnog tipa s MMFom, ili stoga što njenu vrhovnu izvršnu vlast karakterizira nizak stupanj autonomije. Navedeni čimbenici mogu negativno utjecati na percepciju inozemnih investitora vezano uz perspektivu provedbe reformi. Naime, ukoliko je promatrana država korisnica MMF aranžmana od političko-ekonomske važnosti za SAD, SAD mogu upotrijebiti svoj utjecaj u MMFu kako bi državi korisnici omogućile olakšane uvjete sklapanja i provedbe MMF aranžmana. Nadalje, ako je država sklopila s MMFom aranžman koncesivnog tipa karakteriziraju ga manje snažni uvjeti te veći utjecaj države korisnice. Na koncu, što je manja razina autonomije vrhovne izvršne vlasti promatrane države, suočava se s većim poteškoćama vezanim uz osiguravanje kolektivne provedbe potrebnih prilagodbi.

-:-

U cjelini, gore opisane empirijske studije često je teško uspoređivati s obzirom da koriste različite metodologije, promatraju različita vremenska razdoblja i različite države, a ponekad i različite zavisne varijable. S druge strane, kvalitetni i snažni rezultati empirijskih istraživanja, trebali bi biti potvrđeni u različitim studijama bez obzira na vrstu metodološkog pristupa koji je primijenjen.

Općenito uzevši, moguće je zaključiti da ne postoje jednoznačni zaključci vezano uz rezultate istraživanja na temu utjecaja financijskih aranžmana MMFa na inozemne kapitalne priljeve (uključujući i inozemne izravne investicije). Temeljem rezultata pregleda literature, teško je razlučiti općenito prisutne i snažne trendove u tom smislu. Manjak jednoznačnih rezultata u empirijskim istraživanjima na ovu temu ukazuje na potrebu njenog dubljeg izučavanja. Bird i Rowlands (2014) stoga preporučuju pristup u kojem se uz mjerenje postoji li katalitički učinak u određenom kontekstu pokušavaju i identificirati okolnosti u kojima je on više (ili manje) izgledan. Takav pristup korišten je u ovom znanstvenom istraživanju.

2.2. Pojam i djelovanje Međunarodnog monetarnog fonda

Pojam i djelovanje Međunarodnog monetarnog fonda uključuje organizacijsku definiciju, njegov razvoj te institucionalne aspekte djelovanja kao i 3 ključne funkcije.

2.2.1. Organizacijska definicija, postanak i razvoj Međunarodnog monetarnog fonda

Službene publikacije (IMF 2016a) definiraju Međunarodni monetarni fond kao međunarodnu instituciju s primarnom svrhom osiguravanja stabilnosti međunarodnog monetarnog sustava – sustava deviznih tečajeva te međunarodnih plaćanja koji omogućuje odvijanje transakcija među državama. Mandat Fonda proširen je 2012. godine uključivanjem svih makroekonomskih i financijskih pitanja koja utječu na globalnu stabilnost.

U pravnom smislu, Statut Fonda (*Articles of Agreement,* IMF 2011) definira organizacijsku svrhu na sljedeći način:

- Promicanje međunarodne monetarne suradnje
- Olakšavanje i promicanje međunarodne trgovine
- Promicanje stabilnosti deviznog tečaja
- Doprinos uspostavi multilateralnog sustava plaćanja
- Omogućavanje privremenog pristupa financijskim sredstvima Fonda za države članice[2], a u svrhu korekcija njihovih platnobilančnih neravnoteža.

Međunarodni monetarni fond te Međunarodna banka za obnovu i razvoj (Svjetska banka) osnovani su 1944. godine u mjestu Bretton Woods u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD). Utemeljeni su u svrhu kreiranja institucionalnog i organizacijskog okvira za suradnju u globalnoj ekonomiji kako bi se potaknuo poslijeratni oporavak, uravnoteženi ekonomski rast i stabilnost na globalnoj razini. Ovakav ustroj osmišljen je i s namjerom adresiranja i sprečavanja nestabilnosti deviznih tečajeva, ponovnog pribjegavanja kompetitivnim devalvacijama te protekcionističkoj trgovinskoj politici - čimbenicima koji su okarakterizirani kao ključni

[2] Uz upotrebu primjerenih mehanizama zaštite

pokretači globalne ekonomske krize iz 1930ih godina te potom i početka Drugog svjetskog rata iz 1940ih godina (Weiss 2013, p. 1).

U ovakvom sustavu, svaka država članica definirala je cijenu svoje valute u terminima američkog dolara, dok su SAD podržavale fiksni devizni tečaj pri kojem se jedna unca zlata prodavala za 35 dolara. Države članice imale su obvezu održavati svoje tečajeve u rasponu od +/- 1 posto od deklariranog tečaja, no postojali su i mehanizmi koji su državama olakšavali funkcioniranje u ovakvom sustavu.

Naime, u slučaju nastanka tzv. kratkoročnih platnobilančnih neravnoteža koje se mogu uobičajeno pojaviti tijekom međunarodnih trgovinskih i financijskih transakcija, države su imale pravo na financijsku pomoć od strane Međunarodnog monetarnog fonda. Ovaj mehanizam ujedno predstavlja i začetak financijskih aranžmana MMFa. No, u slučajevima u kojima su unutar ekonomije države članice postojale tzv. temeljne neravnoteže (iako ovaj termin nije precizno definiran, podrazumijeva situaciju u kojoj devizni tečaj nije uspostavljen na takvoj razini koja bi osigurala jednakost izvoza i uvoza pri punoj zaposlenosti (House et al. 2008, p. 464), država članica je nakon konzultacija i odobrenja od strane MMFa mogla izvršiti deprecijaciju odnosno aprecijaciju tečaja.

Bretton Woods sustav počivao je na američkom dolaru kao izvoru međunarodne likvidnosti i rezervne valute, a temeljio se na povjerenju u mogućnost SADa da podržava deklarirani fiksni tečaj te po potrebi razmjenjuje dolare za zlato. Međutim, u drugoj polovici šezdesetih godina prošlog stoljeća počele su jačati međunarodne makroekonomske neravnoteže sa sve jačim bojaznima kako američka vlada neće moći dugoročno poštovati dogovoreni valutni tečaj dolara prema zlatu s obzirom na velike odljeve dolara u inozemstvo kroz međunarodnu pomoć, rashode za naoružanje i međunarodna ulaganja te posljedični rast deficita tekućeg računa platne bilance u SADu kao i konvergenciju produktivnosti i inflacije između Europe, Japana i SADa (Schwartz 2010, pp. 204-206). Ovo je dovelo do međunarodnih poziva za jačanjem multilateralnih izvora službenih međunarodnih rezervi (nasuprot dominantom američkom dolaru koji je percipiran kao sve nesigurniji). Tako su 1969. prvom izmjenom i dopunom Statuta MMFa ustanovljena Specijalna prava vučenja koja predstavljaju mjernu jedinicu MMFa te oblik međunarodnih rezervi. Njihova vrijednost temelji se na košarici četiri ključne međunarodne valute (danas su to euro,

japanski jen, britanska funta i američki dolar), a po potrebi ih država članica može razmijeniti za stvarnu valutu (IMF 2015c).

Usprkos naporima, Vlada SADa nije uspjela razriješiti spomenutu dilemu istovremenog pozicioniranja američkog dolara kao izvora međunarodne likvidnosti i održavanja potrebne razine povjerenja u fiksirani tečaj dolara prema zlatu, te je nakon velikog špekulativnog napada na dolar 1971. SAD ukinuo konvertibilnost dolara prema zlatu, devalvirao dolar i izašao iz sustava Bretton Woods, koji se potom u potpunosti urušio. Iako je ovim MMF izgubio jedan od ključnih razloga svog osnutka, prilagodio se i postupno preuzeo te afirmirao i nove uloge.

Propast Bretton Woods sustava temeljena na ovoj pouci kao i saznanju Mundell-Flemingovog makroekonomskog modela o nemogućnosti istovremenog postojanja samostalne nacionalne monetarne politike, liberaliziranih tijekova kapitala te fiksnog, no prilagodljivog valutnog tečaja urodila je drugom izmjenom i dopunom Statuta MMFa iz 1976. Ovom izmjenom omogućen je novi oblik monetarnog sustava gdje su države članice mogle uspostaviti i održavati valutni tečaj po svom izboru (House e al. 2008, p. 466).

MMF se stoga angažirao u provedbi nekoliko modificiranih i proširenih zadataka. Prvi se odnosi na nadzor država članica koje su obvezne surađivati s MMFom i ostalim državama članicama u svrhu ostvarivanja stabilnog sustava deviznog tečaja, a drugi na nadzor nad međunarodnim monetarnim sustavom i međunarodnom suradnjom u ovom području. Na koncu, Fond je od 1980ih godina preuzeo sve značajniju ulogu u osiguravanju zajmova tj. financijskih aranžmana državama pogođenim (financijskim) krizama. Tako je intenzivno angažiran u naftnim krizama 1970ih godina, dužničkoj krizi u Južnoj Americi tijekom 1980ih godina, u tranzicijskom procesu država Srednje i Jugoistočne Europe tijekom 1990ih godine, ali i tečajnim krizama u Istočnoj Aziji, Južnoj Americi, Rusiji te u globalnoj ekonomskoj krizi iz 2008. godine i europskoj krizi iz 2010. godine.

Moguće je zaključiti kako se Fond kroz vrijeme u praksi transformirao iz organizacije koja je primarno usmjerena na tečajnu stabilnost i konvertibilnost u instituciju sa širim rasponom zadataka i odgovornosti uključujući brigu za adresiranje kriza, makroekonomsku stabilnost te reforme financijskog sustava.

2.2.2. Institucionalni aspekti djelovanja Međunarodnog monetarnog fonda

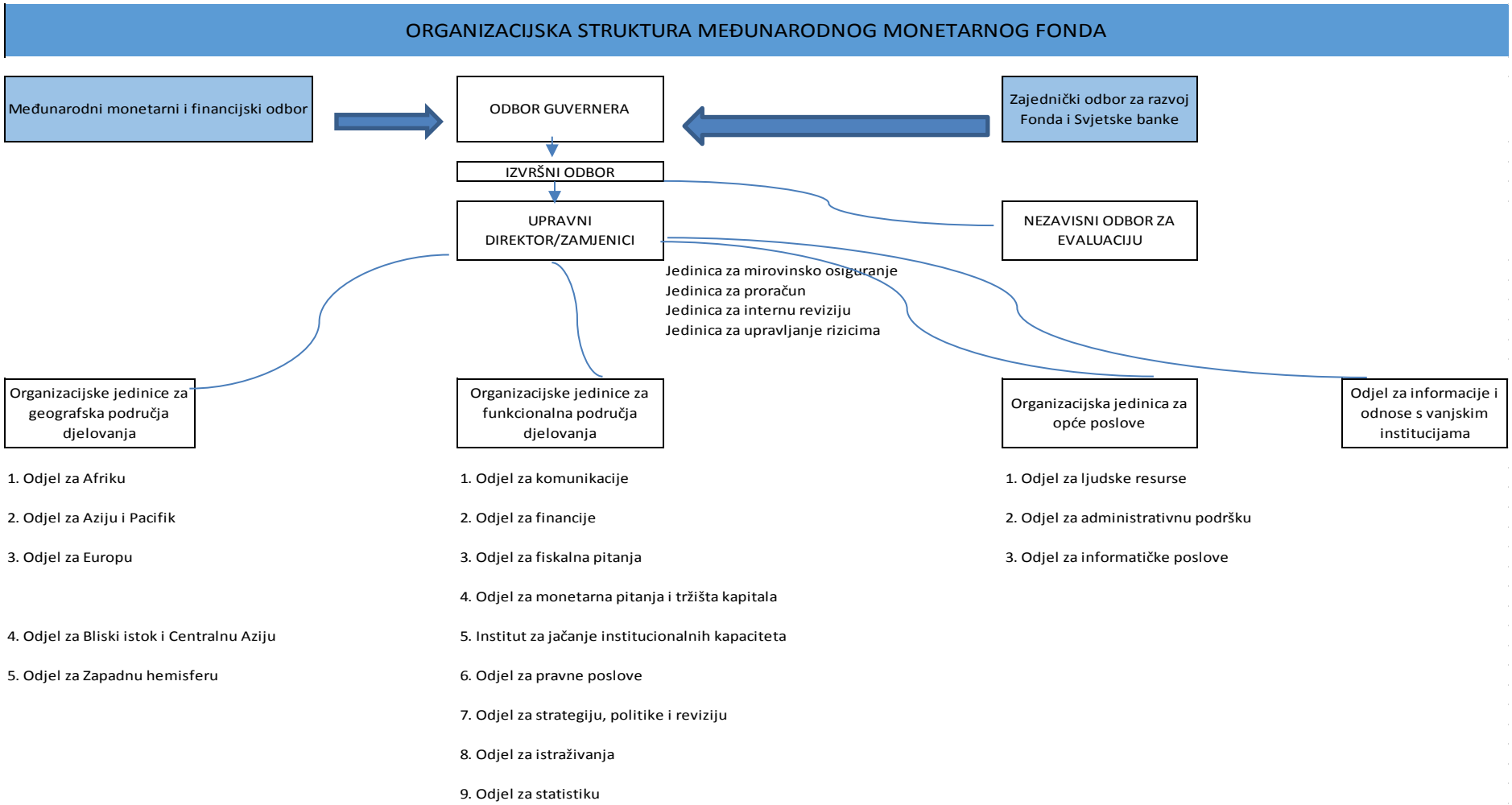
Institucionalni aspekti djelovanja Fonda mogu se promatrati iz perspektive njegove organizacije rada i donošenja odluka, izvora financijskih sredstava za rad Fonda te reformi u njegovom upravljanju.

2.2.2.1. Organizacija rada i donošenje odluka

Organizacija rada i donošenje odluka odvijaju se prema utvrđenim pravilima i interakcijama.

Organizacija rada

Organizacija rada u Međunarodnom monetarnom fondu definirana je kompleksnom upravljačkom strukturom (shematski prikaz 1).



Shematski prikaz 1: Organizacijska struktura Međunarodnog monetarnog fonda. Izvor: obrada autorice prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda

Izvor: (IMF 2016d)

Kao što je vidljivo iz shematskog prikaza 1, ključna tijela za donošenje odluka su: Odbor guvernera (*Board of Governors*), Izvršni odbor (*Executive Bord*), vodstvo MMFa te Ministarski odbori (*Ministerial Committees)* (IMF 2016a). U nastavku su ukratko opisana osnovna obilježja te nadležnost svakog od njih.

Odbor guvernera je najviše pozicionirano tijelo za donošenje odluka u ovom sustavu. Sastoji se od predstavnika svih 188 država članica pri čemu svaka članica imenuje guvernera i njegovog zamjenika. Imenovani guverner je obično ujedno i guverner centralne banke odnosno ministar financija države članice.

Članovi odbora službeno se sastaju jednom godišnje na tzv. godišnjoj skupštini MMFa i Svjetske banke. Ovi sastanci obično se održavaju u Washingtonu odnosno nekoj drugoj državi članici i to u rujno odnosno listopadu. Tijekom godišnjih sastanaka guverneri za vrijeme dvodnevnih plenarnih sjednica razmjenjuju mišljenja o pitanjima iz međunarodne ekonomije i financija, te za vrijeme službenih sastanaka donose odluke o međunarodnom monetarnom sustavu i usvajaju odgovarajuće rezolucije. Svake dvije godine na godišnjem sastanku guverneri biraju i članove Izvršnog odbora (IMF 2016d).

Prema Statutu MMFa, Odbor guvernera zadužen je za strateško usmjeravanje Fonda te odlučivanje o ključnim pitanjima – izmjene i dopune ali i sporovi vezano uz tumačenje Statuta MMFa, primanje novih država članica, alokacije specijalnih prava vučenja te odobravanje povećanja kvota. Glasuju tijekom sastanaka ili telekonferencijskih sjednica upotrebom posebnog sigurnosnog sustava glasovanja u MMFu. Kvota države članice ujedno određuje i njen glasački utjecaj. Odluke se donose većinom glasova osim ako nije drukčije predviđeno Statutom.

Odbor guvernera delegira donošenje odluka o svakodnevnom poslovanju Fonda na **Izvršni odbor** (tj. Odbor izvršnih direktora). Odbor ima 24 člana koji predstavljaju 188 država članica. Pritom, pet ekonomski najutjecajnijih država članica imenuje vlastite izvršne direktore (Sjedinjene Američke Države, Japan, Njemačka, Francuska te Velika Britanija). Ostale države članice podijeljene su u tzv. konstituence tj. skupine temeljene na geografskoj i povijesnoj bliskosti. Konstituence variraju u veličini između 4 i 24 države članice. Svaka konstituenca odabire izvršnog direktora.

Izvršni odbor sastaje se 2-3 puta tjedno te donosi upravljačke odluke temeljem stručnih podloga koje pripremaju službenici i vodstvo MMFa. Ovaj odbor raspravlja i donosi odluke o svim aspektima rada i poslovanja Fonda uključujući godišnje konzultacije i nadzor nad ekonomijama država članica te pitanjima iz područja globalne ekonomije. Odbor obično donosi odluke konsenzusom, iako se u pojedinim slučajevima provodi i službeno glasovanje. Kod kompleksnih pitanja, službenim sastancima i glasovanju prethodne neformalne konzultacije. Na kraju svakog sastanka, Odbor izdaje odgovarajuće priopćenje (IMF 2016a).

Upravni direktor MMFa (*Managing Director*) djeluje u svojstvu predsjednika Izvršnog odbora te voditelja MMFa. Odabire ga Izvršni odbor na razdoblje od pet godina s mogućnošću obnove mandata. Upravnom direktoru u radu pomažu njegov Prvi zamjenik (*First Deputy Managing Director*) te Zamjenici (*Deputy Managing Directors*), a njihova imenovanja također odobrava Izvršni odbor. Vodstvo MMFa nadzire i vodi rad službenika, održava političke kontakte s državama članicama, medijima, stručnom javnošću i civilnim društvom. Prema Statutu Fonda, upravni direktor kojeg u odlukama usmjerava Izvršni odbor, odgovoran je za organizaciju rada te poslovanja Fonda, nadzire rad službenika Fonda, te pripremu stručnih podloga i istraživanja vezano uz prijedloge financijskih aranžmana, istraživanja te odluka Izvršnog odbora.

Dužnost upravnog direktora Fonda trenutno obnaša Christine Lagarde. Prvi zamjenik je David Lipton, a ostali zamjenici su Carla Grasso, Mitsuhiro Furosawa te Min Zhu. Od osnutka, prema političkom uzusu upravni direktor MMFa je Europljanin, dok je upravni direktor Svjetske banke Amerikanac. Za prvog zamjenika upravnog direktora MMFa obično se bira Amerikanac. Ovakav mehanizam odabira vodstva već duži niz godina vodi do prijepora među razvijenim državama članicama i državama u razvoju koje sve više ekonomski jačaju te žele i odgovarajuću političku moć. MMF je tijekom posljednjeg izbora upravnog direktora u 2011. godini usvojio novi postupak odabira koji se formalno ne temelji na nacionalnosti kandidata (IMF 2016a) no neeuropske države članice nisu mogle postići konsenzus što je doprinijelo ponovnom izboru europskog kandidata (Christine Lagarde iz Francuske).

Dva **Ministarska odbora** pružaju stručnu, savjetodavnu podršku Odboru guvernera. To su: Međunarodni monetarni i financijski odbor (*International Monetary and Financial Committee*) te Odbor za razvoj (*Development Committee*) (IMF 2016a).

Međunarodni monetarni i financijski odbor – Ovaj odbor sastoji se od 24 člana koji se biraju između 188 guvernera država članica. Struktura članova odražava strukturu Izvršnog odbora i relevantnu podjelu na 24 konstituence. Članovi ovog Odbora sastaju se dva puta godišnje za vrijeme Godišnje skupštine MMFa i Svjetske banke u rujnu ili listopadu te za vrijeme Proljetne skupštine ovih organizacija koja se obično održava u travnju. Odbor savjetuje guvernere vezano uz strateški smjer rada MMFa kao i uz pitanja od važnosti za globalnu ekonomiju. Ne provode formalni postupak glasovanja, već odluke donose putem konsenzusa. Na kraju svakog sastanka Odbor izdaje službeno priopćenje koje ima ulogu političkih i savjetodavnih smjernica za rad Fonda u nastupajućem šestomjesečnom razdoblju do sljedeće Godišnje odnosno Proljetne skupštine.

Odbor za razvoj – Ovaj odbor sastoji se od 25 članova (to su uobičajeno ministri zaduženi za pitanja razvoja u državama članicama Fonda) koji pružaju zajedničku savjetodavnu podršku MMFu te Svjetskoj banci. Donose smjernice vezano uz razvojna pitanja država u razvoju te predstavljaju forum za razmjenu iskustava i donošenje zajedničkih rezolucija o ključnim razvojnim pitanjima.

Donošenje odluka

Odbor guvernera kao i Izvršni odbor odluke donose putem glasovanja. Pritom Odbor guvernera kao i Izvršni odbor odluke temelje na tzv. jednostavnoj glasačkoj većini ili tzv. supervećini (Weiss 2013, p. 7-9). Prema Statutu Fonda, dok je za odobravanje zajmova, odluke o ekonomskim politikama i ostalim pitanjima iz svakodnevnog rada i poslovanja obično potrebna jednostavna većina (više od 50 posto ukupnih glasova), za ključne odluke MMFa potrebna je tzv. supervećina (70 posto-85 posto ukupnih glasova Fonda). 70 posto većina potrebna je pri odlučivanju o financijskim i operativnim pitanjima kao što su dizajn novih tipova financijskih aranžmana MMFa, kamatne stope na zajmove MMFa ili depozite specijalnih prava vučenja te proračun MMFa. 85 posto većina potrebna je za najvažnije odluke ove institucije kao što su povećanje kvota, alokacije specijalnih prava vučenja, primanje novih država članica te izmjene i dopune Statuta MMFa ili promjena broja Izvršnih direktora (IMF 2016a).

Za razliku od Opće skupštine Ujedinjenih naroda u kojoj se odluke donose po principu jedna država članica-jedan glas, donošenje odluka u MMFu karakterizira ponderirani sustav glasovanja gdje su glasačka snaga pa stoga i utjecaj definirani kvotama (opisane pobliže u poglavlju 2.2.2.2. Kvote). Pritom politički i ekonomski snažnije države članice imaju i veće kvote te veći utjecaj pri glasovanju. Glasačka snaga u Fondu je stoga visoko koncentrirana – od 188 država članica, 10 glasački najznačajnijih država kontrolira više od 50 posto sveukupnih glasova. Sjedinjene Američke Države (SAD) su kao ekonomski najmoćnija država s najvećim brojem glasova (421.961) te glasačkim udjelom od 16,75 posto (IMF 2016c) jedina država koja može samostalno blokirati donošenje ključnih odluka u Fondu za koje je potrebna supervećina od 75 posto sveukupnih glasova. Kako navodi Garcia (2013, p. 423) ovakva situacija daje jedinstvenu moć SADu da svojim glasovanjem spriječi donošenje ključnih odluka tj. provedbu značajnih promjena u instituciji. Autorica također ukazuje kako su države članice EU također u povoljnoj poziciji jer glasuju kao pojedinačne države članice Fonda te udruživanjem u glasačke blokove također mogu značajno utjecati na glasačke odluke s obzirom da zbroj udjela 6 najznačajnijih EU država članica Fonda iznosi oko 24 posto.

2.2.2.2. Izvori financijskih sredstava

Financijska sredstva omogućuju provođenje nekoncesivnih te koncesivnih financijskih aranžmana Fonda kao i otpis duga za države niske razine dohotka. Izvori financiranja nekoncesivnih financijskih aranžmana prvenstveno su kvote, a zatim i tzv. aranžmani zaduživanja, dok se koncesivni financijski aranžmani kao i otpis duga financiraju kroz doprinose država članica odnosno vlastita sredstva MMFa. Spomenuti izvori financijskih sredstava (tj. kvote, aranžmani zaduživanja te vlastita sredstva MMFa i doprinosi država članica) iziskuju detaljniju raščlambu i prikaz.

Kvote

Prilikom ulaska u članstvo MMFa, svakoj državi se određuje kvota temeljem njene ekonomske (ali i političke) snage u globalnoj ekonomiji. Kvote su važne jer određuju (IMF 2015a):

1. **Maksimalni iznos financijskih sredstava koja država uplaćuje MMFu** - Četvrtinu svoje kvote države je dužna uplatiti MMFu u obliku „čvrste“ valute (npr. američki dolar, euro, japanski jen ili britanska funta) ili specijalnih prava vučenja (SDR), a ostatak uplaćuje u vlastitoj valuti.
2. **Glasačku snagu (glasački udio**) – Pojedinačne države članice svoje glasačke udjele temelje na skupu osnovnih glasova (*basic votes*) te skupu dodatnih glasova (*additional votes*), pri čemu ostvaruju pravo na dodatni glas za svakih 100.000 SDR u svojoj kvoti.
3. **Ograničenja u pristupu financijskim aranžmanima MMFa –** maksimalni iznos zaduživanja kroz financijske aranžmane Fonda temelji se na kvotama. Država članica se tako može zadužiti kroz stand-by aranžmane i proširene aranžmane u iznosu do 200 posto kvote na godišnjoj razini te u kumulativnom iznosu od 600 posto kvote. No, u iznimnim okolnostima moguće je premašiti navedena ograničenja.

Prema A. Tweedieu (Garcia 2013, p. 421) proces određivanja kvota još od samog utemeljenja MMFa bazirao se ne samo na ekonomskim već i političkim čimbenicima, te je ocijenjen nedovoljno transparentnim. Tweedie dalje navodi kako još od 1940ih godina nije došlo do značajnih izmjena u procesu određivanja kvota, a od 1983. godine nije bilo ikakvih izmjena na ovom području. Kako bi se ojačao legitimitet i transparentnost procesa, 2008. godine pristupilo se izmjenama u određivanju kvota. Tako sada osnovna formula za izračun kvota predstavlja ponderirani prosjek bruto domaćeg proizvoda (50 posto), trgovinske otvorenosti (30 posto), obujma transakcija na tekućem računu platne bilance (15 posto) te iznosa službenih rezervi (5 posto) (IMF 2015a). Kvote se revidiraju svakih 5 godina kroz tzv. opće revizije kvota (*general quota reviews*), no moguće su i ad hoc izmjene kvota. Tako su od 2008. godine do danas kroz niz ad hoc izmjena financijska sredstva Fonda temeljena na kvotama udvostručena do iznosa od 476.8 milijardi SDR.

Aranžmani zaduživanja

Za razliku od Svjetske banke, MMF se ne zadužuje na inozemnim tržištima kapitala. No, uz kvote koje predstavljaju osnovni izvor financiranja aranžmana Fonda, moguće je aktivirati i tzv. aranžmane zaduživanja (*borrowing arrangements*). Postoje

2 osnovne vrste aranžmana zaduživanja: 1. Opći aranžmani zaduživanja (*General arrangements to borrow – GAB*) te Novi aranžmani zaduživanja *(New arrangements to borrow - NAB*).

NAB – niz kreditnih aranžmana između MMFa i 38 država članica i institucija uključujući i države u razvoju. Aktiviraju se u slučajevima u kojima su kvote nedostatne (npr. globalna ekonomska kriza) za financiranje financijskih aranžmana Fonda, a raspoložive su u iznosu do 370 milijardi SDR (575 milijardi dolara). Ovakav sveukupni iznos rezultat je reformi i povećanja financijskih sredstava koja su na raspolaganju za ovaj aranžman prvenstveno slijedom napora za adresiranje globalne financijske krize u sklopu kojih je došlo do povećanja NABa s 34 milijarde SDR do 370 milijardi SDR. NAB se aktivira na razdoblje od 6 mjeseci ukoliko prijedlog Upravnog direktora za aktivaciju ovog mehanizma odobre države članice koje sveukupne sačinjavaju 85 posto sveukupnih kreditnih aranžmana te potom i Izvršni odbor Fonda. Od svog utemeljenja 1998. godine, nakon izbijanja financijske krize u Meksiku, pa do danas NAB je aktiviran 8 puta.

GAB – niz kreditnih aranžmana između MMFa i 11 razvijenih država koji omogućuje aktivaciju 17 milijardi SDR (26 milijardi američkih dolara) te dodatnih 1,5 milijardi SDR kroz aranžman sa Saudijskom Arabijom. Inicijalno raspoloživih 6 milijardi SDR kroz ovaj aranžman povećano je na spomenutih 17 milijardi SDR u 1983. godini. Aktivira se u iznimnim okolnostima tj. u slučajevima nemogućnosti aktivacije NAB aranžmana. Od svog postanka 1962. godine do danas aktiviran je 10 puta.

Uz kvote i aranžmane zaduživanja, Fond može sklopiti i **bilateralne kreditne aranžmane** kojima se dopunjuju spomenuta financijska sredstva na raspolaganju Fondu. Tako je 2012. godine sklopljen niz bilateralnih aranžmana s 38 država članica kako bi se adresirala kriza u euro-zoni. Ovako raspoloživa sredstva iznose 461 milijardu dolara, a u veljači 2014. godine bilo je aktivno 30 ovakvih bilateralnih aranžmana u iznosu od 422 milijarde dolara (IMF 2016h).

Vlastita sredstva MMFa i doprinosi država članica

Vlastita sredstva MMFa i doprinosi država članica predstavljaju izvore financijskih sredstava kojima se prvenstveno financiraju koncesivni financijski

aranžmani i otpis duga (IMF 2016h). Naime, MMF pruža 2 osnovne vrste pomoći državama niske razine dohotka: 1. financijski aranžmani s niskim kamatnim stopama koji se financiraju iz Trust fonda za smanjenje siromaštva i poticanje rasta (*Poverty Reduction and Growth Trust – PRGT*) te 2. otpis duga kroz različite inicijative kao što su Inicijativa za otpis duga visoko-zaduženih siromašnih država (*Heavily Indebted Poor Countries Initiative – HIPC*), Multilateralna inicijativa za otpis duga (*Multilateral Debt Relief Initiative – MDRI*) te Inicijativa za otpis duga za države pogođene prirodnim katastrofama (*Post-Catastrophe Debt Relief – PCDR).*

Povećanje financijskih sredstava na raspolaganju kroz **PRGT fond** i jačanje održivosti ovog fonda temeljeno na odluci iz 2012. godine financira se kroz djelomičnu distribuciju općih rezervi Fonda u iznosu od 1,75 milijardi SDR (2,7 milijardi dolara) temeljem jednokratne dobiti od prodaje zlata MMFa. Ova sredstva zapravo će financirati države članice kroz svoje udjele u distribuciji rezervi Fonda te nove financijske doprinose.

PRGT-HIPC trust fond utemeljen sa svrhom otpisa duga i subvencioniranja financijskih aranžmana iz PRGT fonda (prvenstveno oprost otplate kamatnih stopa na financijske aranžmane za države s niskom razinom dohotka) temelji se na bespovratnim sredstvima i depozitima na koje su se obvezale 93 države članice kao i doprinosima samog MMFa koji se mahom financiraju kroz prodaju zlata iz razdoblja 1999.-2000. godine.

MDRI-I te MDRI-II trust fondovi uspostavljeni su 2006. godine te su se financirali prvenstveno vlastitim sredstvima Fonda u iznosu od 1,5 milijardi SDR. MDRI-I namijenjen je prvenstveno otpisu duga državama s per capita dohotkom ispod 380 dolara godišnje, dok je MDRI-II namijenjen otpisu duga u državama s per capita dohotkom iznad 380 dolara godišnje te se financira iz bilateralnih izvora (države članice) u iznosu od 1,12 milijardi SDR transferiranih iz PRGT trust fonda.

PCDR trust fond utemeljen je 2010. godine sa svrhom osiguravanja otpisa duga za države niske razine dohotka pogođene prirodnim katastrofama. Inicijalno je ovaj fond utemeljen na vlastitim sredstvima MMFa u iznosu od 280 milijuna SRD, no očekivani izvori financiranja u budućnosti su doprinosi država donora.

2.2.2.3. Reforme upravljanja

Globalna ekonomska kriza dovela je do zabrinutosti, posebice među najutjecajnijim državama članicama, da financijska sredstva Fonda (koja se najvećim dijelom temelje na kvotama) nisu adekvatna u svrhu adresiranja mogućih globalnih kriza. K tome, posljednjih desetak godina sve su izraženije tenzije u MMFu vezano uz glasačku snagu država u razvoju čiji je glasački utjecaj u Fondu podcijenjen u odnosu na njihovu sve veću ekonomsku snagu. Nedovoljna institucionalna zastupljenost i snaga država u razvoju može dovesti u pitanje objektivnost Fonda u adresiranju ekonomskih kriza među različitim državama članicama, a njihov neadekvatan glasački utjecaj u odnosu na ekonomsku moć ugroziti legitimitet Fonda kao globalne organizacije.

Gore navedeni razlozi potaknuli su reforme upravljanja u MMFu još 2008. godine, no ova reforma percipirana je kao nedovoljna i neadekvatna u svrhu kvalitetnog rješavanja spomenutih otvorenih pitanja (Weiss 2013, p. 4). Stoga je 2010. pokrenut niz novih, do sada najobuhvatnijih reformi koje je usvojio Odbor guvernera Fonda početkom prosinca 2010. godine.

Paket reformi iz 2010. godine adresira prvenstveno reformu kvota i posljedičnih glasačkih udjela te veličinu i strukturu Izvršnog odbora. (IMF, 2010) koji su ukratko opisani u nastavku:

<u>Reforma kvota i posljedičnih glasačkih udjela</u>

1. Povećanje kvota – kroz ovu reformu sveukupne kvote u MMFu povećat će se sa usuglašenih 238,4 milijarde SDR (tj. 330 milijardi dolara) (usuglašene tijekom reformi iz 2008. godine) na 476,8 milijardi SDR (tj. 669 milijardi dolara). Kada ova odluka stupi na snagu, planira se smanjenje značaja Novog aranžmana zaduživanja (NAB) koji trenutno nadopunjuje kvote kao jedan od važnih izvora financijskih sredstava Fonda.
2. Realokacija u udjelima kvota – Više od 6 posto sveukupne kvote u MMFu realocirat će se prema zemljama u razvoju sa snažnim stopama rasta. Stupanje na snagu i implementacija ovog seta reformi dovelo bi Kinu na 3. mjesto najutjecajnijih članova MMFa promatrano po glasačkoj snazi, a ona

je trenutno na 6. mjestu. Brazil, Indija, Rusija i Meksiko također bi značajno povećali svoju glasačku snagu. Ovim bi se Indija i Brazil također našli među 10 najutjecajnijih članova Fonda promatrano po glasačkoj snazi.

3. Zaštita glasačkog statusa najsiromašnijih država članica – pri tom će se očuvati glasački status najsiromašnijih država članica. Kao najsiromašnije države članice definiraju se one države koje udovoljavaju kriterijima zaduživanja u sklopu financijskih aranžmana koji se financiraju kroz PRGT trust fond te čiji je per capita dohodak bio ispod 1.135 dolara U 2008. godini.
4. Sljedeća revizija formule za izračun kvota – države članice Fonda obvezale su se nastaviti s procesom prilagodbe kvota i u budućnosti kako bi one što bolje odražavale ekonomski položaj država u globalnoj ekonomiji. Stoga je bilo potrebno provesti (15.) opću reviziju kvota do kraja siječnja 2015. godine.

Veličina i struktura Izvršnog odbora

5. Izvršni odbor i dalje će imati 24 člana tj. Izvršna direktora, pri čemu će se struktura Izvršnog odbora razmatrati svakih 8 godina nakon stupanja na snagu ove odredbe.
6. Razvijene države Europske unije (EU) izgubit će 2 izvršna direktora (s obzirom da se smatra kako su presnažno zastupljene u Fondu u odnosu na njihovu ekonomsku snagu).
7. Izvršni odbor više neće uključivati imenovane Izvršne direktore (jer trenutno 5 najutjecajnijih država članica izravno imenuje svojih 5 izvršnih direktora), već će se birati svih 24 izvršna direktora.

Kako bi na snagu stupile reforme vezano uz veličinu i strukturu Izvršnog odbora treba ih usvojiti tri petine ukupnog članstva (tj. 113 država članica od ukupno 189) s minimalno 85 posto sveukupne glasačke snage Fonda. Prema službenim izvješćima MMFa, 21. siječnja 2016. godine,149 država članica sa sveukupno 94,04 posto glasova je usvojilo ovaj prijedlog.

Kako bi pak stupile na snagu reforme vezano uz kvote i glasačke udjele, potrebno je prethodno stupanje na snagu reformi Izvršnog odbora te usvajanje reformi kvota i glasačkih udjela od strane država članica s minimalno 70 posto ukupne glasačke snage Fonda. Prema službenim izvješćima MMFa, 30. lipnja 2016. godine, 180 država članica sa sveukupno 99,63 posto glasova je usvojilo ovaj prijedlog.

Usvajanje cjelokupno reformskog paketa od strane američkog Kongresa krajem prosinca 2015. godine nakon višegodišnjeg zastoja, predstavlja važan i dugo očekivan korak prema stupanju na snagu i provedbi spomenutih reformi. Pritom valja napomenuti da će SAD i dalje zadržati pravo veta jer će se stupanjem na snagu reformskog paketa njihov glasački udio smanjiti sa 16,75 posto na 16,50 posto.

2.2.3. Funkcije Međunarodnog monetarnog fonda

Djelovanje Fonda ostvaruje se kroz 3 temeljne funkcije koje zahtijevaju detaljniju pozornost:

1. Nadzor
2. Tehnička pomoć i edukacija
3. Financijski aranžmani

2.2.3.1. Nadzor

Termin „nadzor“ odnosi se na skup aktivnosti i mehanizama putem kojih MMF nadzire ekonomsku i financijsku politiku u cjelini te pokazatelje uspješnosti takvih politika u svrhu osiguravanja ekonomske i financijske stabilnosti (Isard 2005, p. 73; IMF 2016f). Nadzor MMFa uključuje:

- Nadzor valutnog tečaja, monetarnih i fiskalnih politika – npr. savjeti vezano uz odabir sustava valutnog tečaja u državi, osiguravanje konzistentnosti monetarne i fiskalne politike

- Procjenu rizika i ekonomske ranjivosti države – ova aktivnost posebice je usmjerena na tzv. vanjsku ranjivost država koja proizlazi iz snažnih i volatilnih priljeva i odljeva međunarodnog kapitala
- Karakteristike financijskog sektora – zajednička inicijativa MMFa i Svjetske banke gdje u sklopu Programa za procjenu financijskog sektora (*Financial Sector Assesment Program)* eksperti ovih dvaju međunarodnih organizacija procjenjuju strukturu, snagu i ranjivost financijskih sektora pojedinačnih država članica.
- Institucionalna i strukturna pitanja – institucionalna i strukturna pitanja kao potencijalni čimbenici u uzrokovanju kriza ali i jačanju rasta posebice su se razvili tijekom 1990ih godina pod utjecajem niza međunarodnih financijskih kriza ali i tranzicije država Srednje i Istočne Europe prema tržišnom gospodarstvu. U sklopu ove aktivnosti MMF u suradnji sa Svjetskom bankom razvija, procjenjuje i provodi niz standarda za uspješno funkcioniranje u globalnom gospodarstvu kao što su transparentnost monetarne i fiskalne politike, fiskalna transparentnost, nadzor bankovnog sektora, nezavisnost centralnih banaka, regulacija financijskog sektora, korporativno upravljanje, računovodstvo, revizija i insolventnost te borba protiv pranja novca (Isard 2005, p. 84-85).

Aktivnosti nadzora moguće je podijeliti na aktivnosti bilateralne i multilateralne prirode (IMF 2016f). Bilateralni nadzor usmjeren je na politike i pokazatelje uspješnosti na razini pojedinačnih država članica, dok je multilateralni nadzor usmjeren na ekonomske trendove i otvorena pitanja na regionalnoj te na globalnoj razini.

Bilateralni nadzor – provodi se najčešće kroz godišnje konzultacije s pojedinačnim državama članicama temeljem članka IV Statuta Fonda. Ovakve konzultacije uključuju posjete (tzv. misije) ekspertnog tima MMFa državama članicama tijekom kojih se sastaju s predstavnicima ključnih ministarstava, centralne banke, čelnicima Vlade ali i predstavnicima poslodavaca, sindikata te civilnog društva. Tijekom sastanaka raspravlja se o pitanjima monetarne, fiskalne i tečajne politike, stanju i trendovima u financijskom sektoru, perspektivi rasta, ali i o strukturnim politikama koje utječu na makroekonomske rezultate države. Prije same misije, relevantne službe MMFa izrađuju ključne podloge o ključnim pitanjima o

kojima će se raspravljati kao i o stavu koji će eksperti zauzeti prilikom misija. Nakon provedene misije, stručni timovi zaduženi za pojedinu državu članicu pripremaju službena izvješća (*Country Reports*) o kojima raspravlja Izvršni odbor Fonda koji u ovom kontekstu predstavlja MMF u cjelini i njegovo članstvo. Zaključci rasprave Izvršnog odbora sažimaju se u obliku odgovarajućih priopćenja o konzultacijama temeljem članka IV (*Article IV Consultation Summing Up*), te prosljeđuju predstavnicima Vlade države članice kao ključni točke vezano uz nadzor i preporuke MMFa za ekonomiju relevantne države. Kratko nakon misije, Služba za odnose s javnošću na internet stranici Fonda objavljuje priopćenje za javnost u kojem se sažimaju zaključci Izvršnog odbora te službeno izvješće vezano uz konzultacije temeljem članka IV. U takvim izvješćima obično se ukratko prikazuju ključni ekonomski trendovi u promatranoj državi, dijagnosticiraju se postojeće ili potencijalne ranjivosti te preporuke Fonda vezano uz ekonomske politike kojima je moguće adresirati navedene ranjivosti.

Regionalni nadzor – ovakav nadzor uključuje praćenje i procjenu ekonomskih politika posebice u područjima monetarnih unija ali i geografskih regija. Stoga u ovom kontekstu službenici i analitičari MMFa izrađuju stručne informacije i analize vezano uz ekonomsku politiku euro-zone, Zapadnoafričke ekonomske i monetarne unije, Ekonomske i monetarne zajednice Središnje Afrike i sl. Također analiziraju i ključna ekonomska pitanja vezano uz regije Azije i Pacifika, Europe, Bliskog istoka i Centralne Azije itd.

Globalni nadzor – u kontekstu globalnog nadzora Izvršni odbor Fonda redovito raspravlja o ekonomskoj situaciji, trendovima i projekcijama na globalnoj razini. U tom smislu kao stručne podloge koriste se redovita stručno-analitička izvješća Fonda koja se javno objavljuju dva puta godišnje te se ažuriraju na tromjesečnoj bazi. To su:

- Projekcije svjetske ekonomije (*World Economic Outlook*) – analiza MMFa vezano uz kretanja globalne ekonomije u kratkom i dugom rok. Pojedinačna poglavlja daju pregled i analize svjetske ekonomije kao i ekonomskih pitanja u industrijskim državama, državama u razvoju, tranzicijskim ekonomijama ali i analiziraju važna pitanja u suvremenoj ekonomiji,
- Izvješće o globalnoj financijskoj stabilnosti (*Global Financial Stability Report*) – ova analiza usmjerena je na procjenu globalnog financijskog sustava i tržišta s

naglaskom na sistemska pitanja koja mogu predstavljati potencijalni rizik pristupu financiranju posebice zemalja u razvoju te globalnoj financijskoj stabilnosti. Izvješće obrađuje i različita sistemska te strukturna pitanja važna za međunarodnu financijsku stabilnost. U svom pristupu izvješće nadopunjuje Projekcije svjetske ekonomije s fokusom na implikacije ekonomskih pitanja analiziranih u tom izvješću na globalnu financijsku stabilnost.

- Fiskalna kretanja (*Fiscal Monitor*) – globalna financijska kriza kao i kriza u eurozoni ukazali su na pojačanu potrebu nadzora nad fiskalnim kretanjima na globalnoj razini. Stoga je MMF 2009. godine pokrenuo izradu i objavljivanje ovog izvješća u svrhu analize recentnih kretanja u javnim financijama, ažuriranja fiskalnih projekcija te posljedica krize kao i procjene održivosti mjera iz područja javnih financija. Projekcije i zaključci ovog izvješća temelje se i komplementarni su makroekonomskim podacima iz Projekcija svjetske ekonomije te Izvješća o globalnoj financijskoj stabilnosti.

2.2.3.2. Tehnička pomoć i edukacija

MMF pruža tehničku pomoć i edukaciju državama članicama Fonda u svrhu jačanja njihovih institucionalnih sposobnosti, kako bi mogle što učinkovitije oblikovati i upravljati ekonomskim politikama. U konkretnom smislu, tehnička pomoć može pomoći u poboljšavanju kvalitete ekonomske statistike, makroekonomske stabilnosti, upravljanja sustavom javnih financija ili bankovnim sektorom. Edukacija, pak, omogućuje djelatnicima državnog sektora učinkovitije i kvalitetnije obavljanje radnih zadataka, kvalitetniju i stručniju procjenu stanja i problema u ekonomskoj politici kao i oblikovanje mjera za rješavanje takvih ekonomskih ranjivosti.

U ovom kontekstu, područja MMF ekspertize moguće je podijeliti u 4 kategorije:

- Monetarna i financijska politika – monetarna politika, npr. nadzor bankovnog sektora i relevantne regulativa, restrukturiranje banaka, upravljanje valutnim tečajevima, sustav plaćanja, upravljanje i organizacija centralnih banaka država članica

- Fiskalna politika – porezna i carinska politika, priprema i izvršavanje državnog proračuna, upravljanje rashodima, politika socijalne zaštite, upravljanje javnim i vanjskim dugom
- Statistika – otvorena pitanja iz područja kvalitete, prikupljanja, upravljanja i distribucije statističkih podataka
- Tehnička pomoć prilikom izrade te izmjena i dopuna legislative iz područja ekonomske i financijske politike.

Tehnička pomoć MMFa razvila se 1960ih godina, kada su se novoutemeljene tj. suverene države sve češće obraćale Fondu za savjet i pomoć pri uspostavi svojih ministarstava financija odnosno centralnih banaka. Tehnička pomoć snažno se intenzivirala tijekom 1990ih godina vezano uz napore za razvijanjem i implementacijom međunarodnih standarda i pravilnika u ekonomskim politikama država članica s međunarodnim implikacijama, ali i podršku državama Srednje i Istočne Europe u tranziciji iz komunizma i centralnog planiranja prema tržišnom gospodarstvu. U promatranom razdoblju MMF kontinuirano organizira i edukacije za djelatnike ministarstava financija i centralnih banaka država članica.

Većinu tehničke pomoći Fond pruža državama niske i srednje razine dohotka (posebice iz područja Afrike i Azije) kako bi im pomogao u uspostavi kvalitetnih institucija za upravljanje ekonomskom politikom posebice u poslijeratnom razdoblju, ali i u jačanju institucionalne sposobnosti za smanjivanje siromaštva i poticanje rasta te u inicijativama za otpis duga. Razvijene države Fondu se obraćaju zbog tehničke pomoći u svrhu adresiranja ključnih problema iz financijskog sektora ali i fiskalnih pravila.

Tehnička pomoć Fonda obično se provodi kroz misije prilikom kojih ekspertni timovi Fonda posjećuju državu članicu te savjetuju službenike ministarstva financija ili centralne banke o relevantnim otvorenim pitanjima. MMF može također osigurati kratkoročnu odnosno dugoročnu tehničku podršku svojih eksperata službenicima spomenutih institucija. Edukacije Fonda obično se provode u sjedištu organizacije u Washingtonu (SAD) ili u specijaliziranim regionalnim centrima u Austriji, Brazilu, Kini, Singapuru, Tunisu te Ujedinjenim Arapskim Emiratima.

2.2.3.3. Financijski aranžmani

Uz funkcije nadzora te pružanja tehničke pomoći i edukacije, jedna od ključnih funkcija MMFa jest osiguravanje financijskih aranžmana tj. financijske pomoći državama koje se suočavaju s platnobilančnim poteškoćama. Kako financijski aranžmani MMFa predstavljaju ključni objekt istraživanja u doktorskog disertaciji, ova funkcija MMFa iziskuje detaljniju analizu u zasebnom poglavlju (2.3.).

2.3. Temeljne značajke financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda

Temeljne značajke financijskih aranžmana MMFa moguće je promatrati kroz prizmu njihovog životnog ciklusa kao i njihovih različitih tipova.

2.3.1. Životni ciklus financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda

Financijski aranžmani MMFa predstavljaju proces u kojem 2 ključna aktera – MMF i zemalja korisnica – provode niz aktivnosti, često iterativnog karaktera, a moguće ga je podijeliti u 6 faza (Mussa i Savastano 1999):

1. Početak (*inception*)
2. Izrada nacrta (*blueprint*)
3. Pregovori (*negotiation*)
4. Odobravanje (*approval*)
5. Praćenje provedbe (*monitoring*)
6. Završetak (completion)

1. Početak

U prvoj fazi procesa, vlada države članice MMFa obraća se Fondu za pomoć, zatraživši aranžman. Zahtjev za financijskim aranžmanom ne mora biti nužno službene tj. pisane prirode već mu mogu prethoditi i različiti oblici neslužbene tj. usmene komunikacije kao što su bilateralne godišnje konzultacije s državom članicom (temeljem članka IV Statuta Fonda) ili neformalna diskusija s predstavnicima Fonda. U okviru provođenja nadzora na nacionalnoj, regionalnoj i globalnoj razini Fond može ukazati državama članicama na moguće ranjivosti u ekonomskoj politici i dati preporuke za njihovo adresiranje, no odluku o tome hoće li uvažiti mišljenje Fonda, tj. hoće li ih adresirati i na koji način, donosi država članica.

2. Izrada nacrta

Nakon što je država članica zatražila aranžman od Fonda, osoblje MMFa (djelatnici organizacijske jedinice nadležne za odnose se geografskom regijom u kojoj se nalazi relevantna država) pristupa izradi nacrta financijskog aranžmana. Nacrt uključuje informacije o ključnim ekonomskim karakteristikama države, makroekonomskim neravnotežama, ekonomskim politikama kojima Vlada pokušava adresirati navedene neravnoteže te ključne elemente programa ekonomske prilagodbe koji će biti sastavni dio financijskog aranžmana. Ovom prilikom ekspertni tim sastavlja prijedlog tipa financijskog aranžmana, njegove veličine i vremenske dinamike financijskih tijekova kao i ključnih prethodnih aktivnosti (tj. mjera ekonomske politike koje se država obvezala ispuniti rije početka samog financijskog aranžmana odnosno prije završetka pojedinačne procjene programa). Potom se ostalim relevantnim organizacijskim jedinicama Fonda kao i menadžmentu MMFa dostavlja na komentare kratka informacija o osnovnim elementima nacrta financijskog aranžmana kao i njegovim kvantitativnim implikacijama. One sadržavaju najnovije dostupne makroekonomske podatke kao i projekcije kretanja osnovnih makroekonomskih varijabli. Nakon ovog, menadžment MMFa raspravlja o predloženom nacrtu kao i njegovim ključnim elementima.

3. Pregovori

Nakon što menadžment odobri predloženi nacrt, započinju pregovori Fonda i države članice o financijskom aranžmanu. Prvo se raspravlja o ciljevima programa prilagodbe kao i mjerama ekonomske politike koje je potrebno poduzeti da bi se oni ostvarili. Tijekom pregovora koji se često odvijaju u nekoliko iteracija ekspertni tim Fonda u više navrata revidira predloženi nacrt kako bi uvrstili promjene usuglašene tijekom pregovora kao i promjene u makroekonomskim kretanjima odnosno projekcijama. Nakon što se timovi usuglase vezano uz ključne makroekonomske ciljeve i mjere za njihovo ostvarenje, započinju pregovori o tehničkim aspektima aranžmana – pokazateljima uspješnosti koji definiraju interakciju između predviđenih mjera, njihovih kvantificiranih ciljeva te vremenskoj dinamici financijskih tijekova. Vrijednosti pokazatelja uspješnosti prvo se definiraju na godišnjoj razini, a potom se ove vrijednosti raščlanjuju i definiraju na razini pojedinačnih tromjesečja. Naglasak je obično na mjerama i pokazateljima uspješnosti vezano uz kretanja fiskalnog deficita i

kreditnih agregata. Nakon što su usuglašeni svi potrebni elementi – država članica Fondu upućuje Pismo namjere (*Letter of Intent*) koje je ujedno službeni zahtjev države članice za financijskim aranžmanom. Pismo formalno sažima glavne ciljeve programa prilagodbe, relevantne mjere ekonomske politike za njihovo ostvarenje kao i tehničke aspekte aranžmana – ključne pokazatelje uspješnosti i modalitete njihovog praćenja.

4. Odobravanje

Nakon što je država članica službeno zatražila financijski aranžman tj. zajam od MMFa putem Pisma namjere, u ovoj fazi potrebno je ishoditi odobrenje od menadžmenta te Izvršnog odbora MMFa. Proces odobravanja započinje tako što osoblje Fonda koje je sudjelovalo u pregovorima sastavlja izvješće (*Staff Report*) u kojem su opisane osnovne karakteristike predloženog financijskog aranžmana – makroekonomski okvir, makroekonomske projekcije, ključni rizici i neizvjesnosti te tehnički aspekti aranžmana kao što su (veličina, trajanje, dinamika financijskih tijekova te uvjeti koje je potrebno ispuniti prije isplate svake tranše). Ovaj izvještaj prvo se šalje na komentare ostalim relevantnim organizacijskim jedinicama Fonda (osim one koja se bavi odnosima s predmetnom geografskom regijom te je i izradila ovo izvješće) koje provjeravaju i komentiraju konzistentnost izvješća s prethodno izrađenim nacrtom financijskog aranžmana (*blueprint*) te vezano uz područje svoje nadležnosti. Nakon ovog, izvješće se dostavlja na odobrenje menadžmentu Fonda, a potom i Izvršnom odboru Fonda. Svaki financijski aranžman Fonda mora odobriti i Izvršni odbor Fonda kako bi se moglo započeti s njegovom provedbom. Izvršni odbor predstavlja članove svih 188 država članica, te formalno može uskratiti odobrenje financijskom aranžmanu. Sastanci Fonda tijekom kojih se raspravlja o pojedinačnim financijskim aranžmanima koriste se kako bi članovi Izvršnog odbora tj. Izvršni direktori prenijeli političke poruke državi korisnici ali i ostalim državama članicama vezano uz ključne aspekte financijskog aranžmana posebice programa prilagodbe koje je potrebno provesti. Na ovaj način Izvršni odbor može ostvariti značajan utjecaj nad uvjetovanošću financijskih aranžmana.

5. Praćenje provedbe

Ova faza implicira kontinuirano i detaljno praćenje ekonomsko-političkih kretanja u državi korisnici kako bi se utvrdilo je li se i kojom dinamikom provode usuglašeni uvjeti programa prilagodbe te je li ekonomsko-politička kretanja doprinose ostvarivanju općih ciljeva programa prilagodbe. Formalno praćenje provedbe odvija se putem tzv. ključnih datuma *(test dates*) koji se obično definiraju na tromjesečnoj osnovi, a predstavljaju datume do kojih država korisnica mora ispuniti predefinirane uvjete kako bi MMF nastavio s uplatama pojedinačnih tranši financijskog aranžmana.

Provedba aranžmana može slijediti 1 od 4 moguća scenarija (Mussa i Savastano, 1999):

1. Država korisnica uspješno i pravovremeno ispunjava predefinirane uvjete financijskog aranžmana te stoga ostvaruje financijske priljeve od strane Fonda sukladno predviđenoj vremenskoj dinamici.
2. Država korisnica nije u mogućnosti ispuniti jedan ili više ključnih uvjeta (posebice kvantitativnih pokazatelja uspješnosti) tijekom provedbe programa, no Fond ubrzo suspendira potrebu ispunjavanja spomenutih uvjeta (*waiver*) ili se modificira cjelokupni program, te se nastavlja s provedbom programa.
3. Država korisnica nije u mogućnosti ispuniti jedan ili više ključnih uvjeta (posebice kvantitativnih pokazatelja uspješnosti) tijekom provedbe programa, pa se program privremeno prekida, te ponovno dolazi do iterativnih pregovora između država korisnice i ekspertnih timova MMFa. Ukoliko obje strane postignu dogovor, revidirani program mora ponovno odobriti Izvršni odbor kako bi se nastavilo s financijskim aranžmanom.
4. Na kraju, postoje i slučajevi u kojima država korisnica nije u mogućnosti ispuniti jedan ili više ključnih uvjeta (posebice kvantitativnih pokazatelja uspješnosti) u programu prilagodbe, no pregovori između Fonda i Vlade države korisnice ne rezultiraju konsenzusom vezano uz uvjete revidiranog programa, što znači da se predmetni financijski aranžman suspendira te se i suspendiraju i uplate od strane Fonda.

Studije koje istražuju praćenje provedbe financijskih aranžmana Fonda (Mussa i Savastano 1999, Ivanova et al. 2003, Killick 2004) ukazuju kako su aranžmani tijekom kojih uspješno i pravovremeno ispunjava predefinirane uvjete

sukladno predviđenoj vremenskoj dinamici relativno rijetki (scenarij 1). Češći su slučajevi gdje postoji potreba suspendiranja jednog ili više uvjeta, odnosno revizije financijskog aranžmana, ali i gdje dolazi do njihove suspenzije.

Do revizije uvjeta i programa najčešće dolazi kada postoji snažan rizik da Vlada države korisnice neće uspjeti provesti predefinirane uvjete sukladno planiranoj dinamici ili u prethodnom razdoblju do definiranog datuma nije uspjela ispuniti uvjete. U takvim slučajevima ekspertni timovi Fonda odlaze u misiju te se sastaju s predstavnicima države članice i potom pokušavaju procijeniti kako adresirati nastali problem. U slučajevima u kojima je neispunjavanje uvjeta aranžmana van kontrole države korisnice te se time ne ugrožavaju značajno mogućnosti ostvarenja ciljeva aranžmana, a i država korisnica je spremna poduzeti aktivnosti za korekciju odstupanja, Izvršni odbor obično odobrava suspenziju određenog uvjeta ili modifikaciju programa. Ukoliko to nije slučaj, financijski aranžman i financijski priljevi se suspendiraju.

6. Završetak

Financijski aranžman službeno je završen u trenutku kada država korisnica ostvari pravo na povlačenje posljednje tranše financijske pomoći od strane Fonda. No, stjecanje uvjeta za povlačenje posljednje tranše inozemne likvidnosti ne znači nužno da je država korisnica ispunila predefinirane uvjete ili ciljeve sukladno prvotno odobrenom ili čak revidiranom planu. To obično znači da je prema mišljenju MMFa, ostvarena zadovoljavajući napredak prema ostvarenju općih ciljeva financijskog aranžmana te da su ekonomske politike države korisnice bile, općenito uzevši, u skladu s ciljevima i uvjetima (često i modificiranim) definiranima tijekom samog financijskog aranžmana.

Nakon završetka financijskog aranžmana, ukoliko je država na odgovarajući način modificirala svoje makroekonomske i strukturne neravnoteže te su uvjeti makroekonomskog okružja povoljni, odnosi između predmetne države i Fonda nastavit će se u okviru funkcije nadzora tj. kroz godišnje konzultacije temeljem članka IV Statuta Fonda, No, ukoliko država nije u potpunosti adresirala spomenute neravnoteže ili postoje snažni rizici vezano uz makroekonomsko okružje, može zatražiti novi aranžman s Fondom koji će se usmjeriti na daljnje, srednjoročno jačanje

makroekonomskih i strukturnih rezultata ostvarenih tijekom prethodnog aranžmana (Mussa i Savastano 1999).

Sama **„mehanika“ financijskih aranžmana** između države korisnice i Fonda odvija se na sljedeći način (Joyce 2013, pp. 24-26): Pojednostavnjeno uzevši, MMF funkcionira poput kreditne unije – države članice uplaćuju svoje doprinose kako bi mogle koristiti dio takvih, zajedničkih sredstava u slučaju krize. Dakle, država korisnica financijskog aranžmana koja se zadužuje kod MMFa kupuje dio inozemnih rezervi Fonda (tj. čvrstu valutu odnosno specijalna prava vučenja) koristeći svoju vlastitu valutu. Prilikom vraćanja zajma, država korisnica otkupljuje svoju valutu uplatama inozemne „čvrste“ valute te specijalnih prava vučenja. Stoga u slučajevima velikog broja financijskih aranžmana, skup zajedničkih financijskih sredstava Fonda uključuje veće količine valute država zajmoprimaca, te manje količine valuta država zajmodavaca i specijalnih prava vučenja. Kako države korisnice otplaćuju zajmove, tako se povećava količina „čvrstih“ valuta i specijalnih prava vučenja, a smanjuje količina valuta država zajmoprimaca u skupu zajedničkih financijskih sredstava.

2.3.2. Tipovi financijskih aranžmana

Tijekom svog razvoja, MMF je postupno kreirao i modificirao financijske aranžmane kako bi bili što prilagođeniji različitim karakteristikama i potrebama država članica. Tako npr. Fond financira aranžmane namijenjene državama visoke i srednje razine dohotka – tzv. nekoncesivni zajmovi, te aranžmane namijenjene državama niske razine dohotka – tzv. koncesivni zajmovi. U svakoj od ovih dvaju skupina moguće je identificirati različite tipove financijskih aranžmana te ih pobliže okarakterizirati (temeljem IMF 2015b).

2.3.2.1. Nekoncesivni zajmovi

U nekoncesivne zajmove se ubrajaju sljedeći tipovi financijskih aranžmana:

1. Standby Aranžman (*Stand-By Arrangement*) SBA

2. Prošireni instrument pomoći (*Extended Fund Facility*) EFF

3 Fleksibilni kreditni instrument (*Flexible Credit Line*) FCL

4. Preventivni instrument likvidnosti (*Precautionary and Liquidity Line*) PLL

5. Instrument žurnog financiranja (*Rapid Financing Instrument*) RFI

Nekoncesivni financijski aranžmani obračunavaju se po tržišnoj kamatnoj stopi MMFa – tzv. stopa naknade (*rate of charge*), koja je povezana s kamatnom stopom na specijalna prava vučenja. Trenutna stopa naknade uključuje kamatnu stopu na specijalna prava vučenja[3], obično uvećanu za 100 baznih bodova. Ovakva kamatna stopa obračunava se na SBA, EFF, PLL te FCL aranžman. Veliki zajmovi (iznad 300 posto kvote) impliciraju i dodatnu naknadu od 200 baznih bodova. Ukoliko zajam prelazi 300 posto kvote i nakon 3 godine, stopa se povećava na 300 baznih bodova. Ovom mjerom se nastoji destimulirati velike i dugotrajne financijske aranžmane. Trenutno se efektivne kamatne stope za SBA, FLL i PLL aranžmane kreću oko 1,9-2,5 posto za zajmove u rasponu od 500 posto do 1000 posto kvote, te 2,3-3,2 posto nakon 3 godine, ali i više za zajmove iznad 1000 posto kvote.

Uz kamatnu stopu obračunava se i niz pristojbi. Na financijska sredstva alocirana u sklopu SBA, EFF te PLL aranžmana na godišnjoj razini obračunava se tzv. naknada za alokaciju (*commitment fee*) i to u iznosu od 15 baznih bodova za sredstva alocirana kroz financijski aranžman do 200 posto kvote, 30 baznih bodova za sredstva alocirana u rasponu od 200 posto-1000 posto kvote, te 60 baznih bodova na financijska sredstva iznad 1000 posto kvote. Ukoliko država članica alocirana sredstva povuče, onda joj se ove pristojbe refundiraju. Navedene pristojbe se ne refundiraju na aranžmane preventivnog karaktera. Uz navedeno, za SBA, EFF, FCL te PLL podliježu obračunu tzv. administrativne naknade (*service charge*) od 50 baznih bodova prilikom svakog povlačenja financijskih sredstava.

[3] Ova kamatna stopa revidira se svaki tjedan u skladu s kretanjima na međunarodnim novčanim tržištima (IMF 2016f).

1. **Standby Aranžman (*Stand-By Arrangement*) SBA -** SBA aranžmani raspoloživi su svim državama članicama, no ponajviše su ih koristile države članice srednje razine dohotka, te u posljednje vrijeme i one visoke razine dohotka. Ovaj tip financijskog aranžmana utemeljen je 1952. godine; iz povijesne perspektive, od osnutka MMFa do danas, najveća količina financijskih sredstava pozajmljena je kroz ovaj tip aranžmana (IMF 2016f). Prvenstveno su namijenjeni za adresiranje kratkoročnih poteškoća s platnom bilancom te stoga uobičajeno traju 1-2 godine, s maksimalnim trajanjem do 3 godine.

   Ovi aranžmani mogu se realizirati i u preventivnom obliku – tj. u slučajevima kada države nemaju namjeru povući raspoloživa financijska sredstava, no pridržavaju pravo da to ipak učine ukoliko se ukaže potreba. Otplate dospijevaju u razdoblju od 3,25-5 godina nakon povlačenja sredstava (svako povlačenje sredstava otplaćuje se u 8 jednakih tromjesečnih tranši koje započinju 3,25 godine nakon svakog povlačenja sredstava).

   Maksimalni iznos financijskih sredstava raspoloživih u sklopu ovog aranžmana iznosi 200 posto kvote u razdoblju od 12 mjeseci, tj. kumulativno 600 posto kvote za vrijeme trajanja pojedinačnog aranžmana. No, u iznimnim okolnostima Izvršni odbor može odobriti i prekoračenja postojećih ograničenja.

2. **Prošireni instrument pomoći (*Extended Fund Facility*) EFF -** ovaj tip aranžmana ustanovljen 1974. godine, namijenjen je prvenstveno državama članicama koje se suočavaju s ozbiljnim srednjoročnim poteškoćama platne bilance posebice zbog strukturnih slabosti ili državama koje karakterizira slab ekonomski rast te trajni problemi s platnom bilancom. Kako adresiranje ukorijenjenih strukturnih problema iziskuje dulje vrijeme, tako ovaj tip aranžmana u odnosu na SBA karakterizira dulje trajanje odnosno dulji period otplate. Stoga ovakvi aranžmani traju 3-4 godine, a otplate dospijevaju u razdoblju od 4,5-10 godina od povlačenja sredstava, s otplatama u 12 jednakih polugodišnjih rata. Uz politike za očuvanje makroekonomske stabilnosti, naglasak je na uvjetovanosti vezano uz strukturne reforme koje trebaju adresirati ekonomske i institucionalne ranjivosti. Za razliku od SBA aranžmana obično se ne koriste u preventivnom obliku.

   Maksimalni iznos financijskih sredstava raspoloživih u sklopu ovog tipa aranžmana povećan je 2009. godine te iznosi 200 posto kvote u razdoblju od 12

mjeseci, tj. kumulativno 600 posto kvote za vrijeme trajanja pojedinačnog aranžmana. No, u iznimnim okolnostima Izvršni odbor može odobriti i prekoračenja postojećih ograničenja

3. **Fleksibilni kreditni instrument (*Flexible Credit Line*) FCL** – utemeljen je 2009. godine s ciljem ukidanja stigme vezane uz zaduživanje kroz financijske aranžmane MMFa te poticanja država članica na aktiviranje financijskih aranžmana i prije izbijanja ekonomske krize. Namijenjen je državama sa snažnim makroekonomskim temeljima i dokazanom sposobnošću uspješne provedbe ekonomskih politika kroz svoju povijest. Stoga ga karakteriziraju striktni kvalifikacijski kriteriji – pozitivna procjena makroekonomske pozicije države tijekom posljednjih bilateralnih konzultacija s Fondom, održiva eksterna pozicija, dominacija privatnih kapitalnih priljeva na kapitalnom računu platne bilance, trajni pristup međunarodnim tržištima kapitala po povoljnim uvjetima, održivost pozicije međunarodnih rezervi, javnih financija, niska i stabilna inflacija, solventnost bankovnog sektora). No, ukoliko se država uspije kvalificirati za ovaj tip zajma, može pristupiti financijskim sredstvima bez ograničenja vezano uz dinamiku povlačenja sredstva, ne postoji ni ograničenje vezano uz veličinu financijskog paketa, a isplata financijskih sredstava ne podliježe ex post uvjetovanosti kao klasični financijski aranžmani Fonda. Ovakav ex post pristup opravdan je očekivanjima da će države uspjeti adresirati ekonomske ranjivosti i bez punitivnih mehanizama MMFa s obzirom na dokazanu sposobnost uspješne provedbe ekonomskih politika kroz svoju povijest, koja im je i omogućila kvalificiranje za ovakav tip financijskog aranžmana. FCL aranžmani traju od 1-2 godine pri čemu se nakon godinu dana trajanja aranžmana razmatra je li države još uvijek ispunjavaju kvalifikacijske kriterije za sudjelovanje u ovom tipu aranžmana. Može ih se koristiti za povlačenje financijskih sredstava ili u preventivnom obliku. Dinamika otplata i trošak zaduživanja jednaki su kao i kod SBA aranžmana.

4. **Preventivni instrument likvidnosti (*Precautionary and Liquidity Line*) PLL –** ovaj tip financijskih aranžmana utemeljen 2010. godine nadopunjuje FCL aranžman. Namijenjen je državama s nešto lošijim ekonomskim pokazateljima od onih koje su se kvalificirale za FCL (postojanje tzv. umjerenih ekonomskih ranjivosti), no i dalje ih je moguće okarakterizirati kao države sa snažnim ekonomskim temeljima i dokazanom sposobnošću uspješne provedbe

ekonomskih politika kroz svoju povijest (trajni pristup međunarodnim tržištima kapitala, umjerene strukturne ili makroekonomske ranjivosti, održivost javnog duga te solventnost bankovnog sektora). Slijedom navedenog, ne iziskuju snažnu ekonomsku prilagodbu koja je povezana s klasičnim SBA aranžmanima. No, postojeće umjerene ekonomske ranjivosti adresiraju se kroz koncentrirani broj ex post uvjetovanosti. Ovakvi aranžmani obično traju od 6 mjeseci do 2 godine. Kod šestomjesečnih aranžmana ovog tipa pristup financijskim sredstvima ograničen je na 250 posto kvote, odnosno 500 posto kvote u iznimnim okolnostima. Jednogodišnji odnosno dvogodišnji financijski aranžmani imaju godišnje ograničenje od 500 posto kvote, odnosno kumulativno ograničenje od 1000 posto kvote. Financijske aranžmane ovog tipa može se koristiti za povlačenje financijskih sredstava ili u preventivnom obliku. Dinamika otplata zajma jednaka je onoj kod SBA aranžmana.

5. **Instrument žurnog financiranja (*Rapid Financing Instrument*) RFI** – ovaj tip aranžmana osigurava žurno financiranje državama kod kojih postoji potreba za vrlo brzim adresiranjem platnobilančnih problema (prirodne katastrofe, post-konfliktne situacije i sl.). To su okolnosti gdje nije potrebno korištenje punopravnog financijskog aranžmana klasičnog tipa (npr. zbog prolazne ili ograničene prirode ekonomskog šoka) ili gdje ono nije izvedivo (potrebna izuzetno žurne reakcije ili ograničena sposobnost provedbe ekonomske politike). RFI je zamijenio starije oblike žurne pomoći državama članicama uzrokovane prirodnim katastrofama i post-konfliktnim situacijama). Formalno su namijenjeni svim državama, no uglavnom ih koriste države srednje razine dohotka, jer država niske razine dohotka imaju na raspolaganju poseban tip financijskog aranžmana sličnih karakteristika (vidjeti dalje u tekstu - RCF). Maksimalna veličina zajma ovog tipa je vrlo ograničena – 50 posto kvote na godišnjoj razni odnosno 100 posto kvote na kumulativnoj razini. Dinamika otplata zajma i uvjeti financiranja jednaki su onima kod SBA aranžmana (3,25-5 godina).

2.3.2.2. Koncesivni zajmovi

Koncesivni zajmovi uključuju 4 tipa financijskih aranžmana:

1. Prošireni instrument kreditiranja (*Extended Credit Facility*) ECF
2. Standby kreditni instrument (*Standby Credit Facility*) SCF
3. Instrument za žurno kreditiranje (*Rapid-Credit Facility*) RCF
4. Instrument za podršku ekonomskoj politici *(Policy Support Instrument*) PSI

Koncesivni zajmovi namijenjeni su državama niske razine dohotka te se financiraju iz Trust fonda za smanjenje siromaštva i rast (*Poverty Reduction and Growth Trust* PRGT). Tijekom 2010. godine došlo je do modifikacije ovih programa kada su dalje ublaženi uvjeti financiranja i smanjena ograničenja u pristupu financijskim aranžmanima, a visina kamatne stope razmatra se i po potrebi revidira svake dvije godine. Svi tipovi koncesivnih aranžmana potiču održivu makroekonomsku stabilnost uz trajno poticanje rasta i smanjenje siromaštva.

1. **Prošireni instrument kreditiranja (*Extended Credit Facility*) ECF -** ovaj tip financijskog aranžmana predstavlja glavni instrument Fonda za osiguravanje srednjoročne financijske pomoći državama niske razine dohotka. Cilj mu je adresirati trajne probleme platne bilance na način koji je konzistentan s poticanjem rasta i smanjenjem siromaštva država korisnica. Vrijeme trajanja aranžmana je 3-4 godine, s maksimalnim trajanjem od 5 godina. Ovaj tip financijskog aranžmana naslijedio je Fond za smanjenje siromaštva i poticanje rasta (*Poverty Reduction and Growth Fund*-PRGF). Napredak programa prati se kroz redovite procjene ispunjavanja kvantitativnih pokazatelja kao i onih strukturne prirode. Izvršni odbor Fonda o ovakvim financijskim aranžmanima obično raspravlja svakih 6 mjeseci. Uvjeti financiranja su koncesivne prirode: Financiranje u sklopu ovog tipa financijskog aranžmana ima kamatnu stopu od 0 posto do kraja 2016. godine. ECF također omogućuje poček od 5,5 godina s krajnjim dospijećem od 10 godina. Fond razmatra visinu kamatnih stopa za sve koncesivne tipove financijskih aranžmana svake 2 godine. Sveukupni pristup koncesivnim tipovima aranžmana ograničen je na 150 posto kvote na godišnjoj

razini te 450 posto kvote na sveukupne postojeće koncesivne zajmove. No, ova ograničenja moguće je premašiti u iznimnim slučajevima.

2. **Standby kreditni instrument (*Standby Credit Facility*) SCF –** namijenjen je financijskoj pomoći državama niske razine dohotka s kratkoročnim platnobilančnim ranjivostima. Stoga je i njegovo trajanje ograničeno na razdoblje od 1-2 godine. Ovaj tip financijskih aranžmana moguće je koristiti i u preventivnom obliku. Za razliku od ECF instrumenta, kod ovog tipa aranžmana nije potrebna nacionalna strategija smanjenja siromaštva, no mjere u sklopu SCF instrumenta trebaju biti u skladu s nacionalnim ciljevima smanjenja siromaštva i poticanja rasta. Ovaj tip aranžmana također karakteriziraju koncesivni uvjeti: financijska pomoć u sklopu SCF instrumenta pruža se po kamatnoj stopi od 0,25 posto, no obveza otplate ove kamatne stope je trenutno suspendirana do kraja 2016. godine po odluci MMFa. SCF ima razdoblje počeka od 4 godine, s krajnjim dospijećem od 8 godina. Na zajmove se svakih 6 mjeseci obračunava i pristojba od 0,15 posto godišnje na ne-povučeni iznos financijskih sredstava raspoloživih za povlačenje u sklopu aranžmana. I ovdje je potrebno napomenuti da Fond razmatra visinu kamatnih stopa za sve koncesivne tipove financijskih aranžmana svake 2 godine. Sveukupni pristup koncesivnim tipovima aranžmana ograničen na 150 posto kvote na godišnjoj razini te 450 posto kvote na sveukupne postojeće koncesivne zajmove. No, ova ograničenja moguće je premašiti u iznimnim slučajevima.

3. **Instrument za žurno kreditiranje (*Rapid-Credit Facility*) RCF –** u kratkom roku osigurava manje financijske iznose državama koje imaju potrebu za vrlo brzim adresiranjem platnobilančnih problema (prirodne katastrofe, post-konfliktne situacije i sl.). U tom smislu, sličan je nekoncesivnom Instrumentu žurnog financiranja (gore opisani RFI), no za razliku od njega, prilagođen je i namijenjen državama niske razine dohotka. Kao i RFI**,** koristi se u okolnostima gdje nije potrebno korištenje punopravnog financijskog aranžmana klasičnog tipa (npr. zbog prolazne ili ograničene prirode ekonomskog šoka) ili gdje ono nije izvedivo (potrebna izuzetno žurne reakcije ili ograničena sposobnost provedbe ekonomske politike). Provodi se kroz (uglavnom) jednokratne ili višekratne isplate financijskih sredstava od strane Fonda. Višekratne isplate moguće su u slučajevima u kojima su platnobilančne poteškoće uzrokovane egzogenim šokom ili postoji dokazana

višegodišnja sposobnost uspješnog upravljanja makroekonomskom politikom. Ovakvi tipovi financijskih aranžmana ne podliježu uvjetovanostima. Financiranje u okviru RCF aranžmana ne podliježe naplati kamatne stope do kraja 2016. godine, ima razdoblje počeka od 5,5 godina te krajnji rok dospijeća od 10 godina. Pristup financijskim sredstvima u sklopu RCF aranžmana uobičajeno je ograničen na 25 posto kvote godišnje, te 100 posto kvote na kumulativnoj razini, no mogući su i nešto viši limiti u posebnim okolnostima.

4. **Instrument za podršku ekonomskoj politici (*Policy Support Instrument*) PSI** – PSI je namijenjen državama niske razine dohotka koje nemaju potrebu ili želju korištenja klasičnog financijskog aranžmana Fonda. Stoga, ovaj instrument ne osigurava financijska sredstva Fonda već njegove konzultativne savjete i preporuke. Naime, kroz ovaj tip aranžmana Fond na polugodišnjoj osnovi procjenjuje ekonomsku politiku države članice te daje preporuke i savjete vezano uz ostvarenje trajne makroekonomske stabilnosti i provedbu strukturnih reformi u svrhu jačanja rasta i zaposlenosti. Ovakav tip aranžmana i trebao bi kroz podršku MMFa signalizirati donatorima, kreditorima, i široj javnosti potvrdu stabilnosti promatranog gospodarstva. PSI se može koristiti u razdoblju od jedne do četiri godine, uz mogućnost produženja na pet godina. Zbog njegove prirode, nije ga moguće koristiti istovremeno s ECF tipom financijskog aranžmana. No, moguće ga je koristiti uz RCF aranžman u slučaju pojave potrebe za kratkoročnim vanjskim financiranjem, te uz SCF aranžman preventivnog tipa u razdobljima jačih ekonomskih neizvjesnosti i rizika.

2.4. Temeljene značajke okolnosti sklapanja financijskih aranžmana s Međunarodnim monetarnim fondom i uloga priljeva inozemnog kapitala

Prema Statutu MMFa[4] jedan od ključnih zadataka ove međunarodne institucije je pomoć zemljama članicama koje se susreću s platnobilančnim ranjivostima. Iako Statut MMFa ne definira platnobilančne ranjivosti, Bird (2007) navodi kako će „države biti pod pojačanim pritiskom da se obrate MMFu sa zahtjevom za sklapanje financijskog aranžmana u slučaju deficita tekućeg računa platne bilance koji nisu u mogućnosti trajno financirati“. Dakle, država u budućnosti više ne može nastaviti s tekućim makroekonomskim politikama, već je potrebna njihova temeljna promjena.

„Put“ prema okolnostima u kojima države sklapaju financijski aranžman s Fondom može biti povezan s događanjima kako na tekućem tako i na financijskom računu platne bilance, te se može temeljiti na egzogenim i(li) endogenim faktorima. Tako može doći do povećanja deficita na tekućem računu, uz nemogućnost njegovog adekvatnog financiranja putem financijskog računa; ili pak uz postojeću razinu deficita na tekućem računu može doći do odljeva na financijskom računu. Egzogeni faktori mogu uključivati npr. sveukupni broj zemalja koje trenutno koriste financijske aranžmane Fonda. Kapitalni tijekovi također mogu biti pod utjecajem i endogenih faktora kao što je npr. fiskalni deficit ili inozemne rezerve.

U tom smislu, pojedini platnobilančni identiteti pomažu u razumijevanju okolnosti koje mogu dovesti do sklapanja financijskog aranžmana između Fonda i pojedine države članice. No, ovdje valja naglasiti kako identiteti po svojoj prirodi ne predstavljaju model, već pomažu u stiliziranom prikazu.

Tako Priručnik o platnoj bilanci MMFa (2009) navodi:

$$CAB = (Sp - Ip) + (Sg - Ig)$$

gdje je

CAB=saldo tekućeg računa platne bilance

Sp=privatna štednja

[4] Ukratko opisanom u poglavlju 2.2.1.

Ip=privatne investicije

Sg=javna štednja

Ig=javne investicije

Spomenuti identitet moguće je napisati i na sljedeći način

$$CAB = (S - I) + (T - G)$$

gdje je

T= porezni prihodi države

G= rashodi države

Kako navode Bird i Mosley (2009) ovo implicira da je

$$R = FA + ((S - I) + (T - G))$$

gdje je

R=promjena u inozemnim rezervama

FA=saldo na financijskom računu platne bilance

Iz navedenog je vidljivo da, ukoliko država ima fiskalni deficit (G>T), on se može financirati npr. privatnom štednjom, što implicira da država efektivno posuđuje od privatnog sektora. Ovakva ekonomska politika moguća je sve dok je privatni sektor spreman ulagati u javni dug. Dakle, fiskalni deficit ne implicira nužno i deficit na tekućem računu platne bilance, odnosno potrebu za sklapanjem financijskog aranžmana s Fondom.

Ukoliko kako privatni tako i javni sektor bilježe manjak štednje u odnosu na investicije odnosno manjak prihoda nad rashodima, javlja se deficit na tekućem računu platne bilance. Ovakav deficit može se financirati priljevima inozemnog kapitala putem financijskog računa platne bilance. Stoga, postojanje deficita na

tekućem računu platne bilance ne znači automatski i potrebu za sklapanjem financijskog aranžmana s Fondom.

Sukladno klasifikaciji MMFa (2009) odnosno Eurostata (2015) kapitalne tijekove putem financijskog računa platne bilance moguće je podijeliti na: inozemne izravne investicije, portfeljne investicije, financijske izvedenice, ostale investicije te međunarodne rezerve. Ovisno o međunarodnim konvencijama, međunarodne rezerve mogu se tretirati kao dio financijskog računa platne bilance ili pak zasebno. Inozemne izravne investicije jesu investicije kojima strani vlasnik stječe najmanje 10 posto udjela u temeljnom kapitalu trgovačkog društva, pa tako i kontrolu odnosno značajan utjecaj nad upravljanjem. Inozemne izravne investicije obuhvaćaju vlasnička ulaganja, zadržanu dobit i dužničke obveze između vlasnički povezanih rezidenata i nerezidenata. Portfeljne investicije predstavljaju transakcije putem financijskih vrijednosnica osim onih koje se klasificiraju kao inozemne izravne investicije odnosno međunarodne rezerve. Mogu se raščlaniti na vlasničke i dužničke (npr. obveznice, instrumenti novčanog tržišta). Financijske izvedenice su financijski instrumenti povezani s drugim financijskim instrumentima, pokazateljima ili dobrima, a pomoću kojih se trguje financijskim rizicima na financijskim tržištima. Kategorija ostalih investicija predstavlja rezidual te u suštini obuhvaća 4 tipa instrumenata – valutu i depozite (obično najznačajnija potkategorija), trgovinske kredite i avanse, zajmove te ostalu imovinu i obveze. Međunarodne rezerve (pričuve) predstavljaju financijsku imovinu koju kontroliraju centralne banke, a najčešće se koriste iza reguliranje platnih neravnoteža. Obično obuhvaćaju specijalna prava vučenja, pričuvne pozicije u MMFu, zlato, stranu valutu i depozite kod stranih banaka te obveznice i zadužnice.

Na kraju, ukoliko suficitom na financijskom računu platne bilance nije moguće dostatno financirati deficit na tekućem računu platne bilance, moguće je koristiti međunarodne rezerve. Dakle, dok god su one dostatne, ponovno je moguće izbjeći financijski aranžman s MMFom.

U navedenim slučajevima smanjuje se domaća imovina odnosno povećavaju se obveze prema (rezidentima i) nerezidentima. Međutim, svaki od ovih pristupa susreće se s ograničenjima. Količina inozemnih rezervi je ograničena te one u konačnici mogu ponestati. Potražnja za domaćim dugom također može jenjati, posebice u situaciji u kojoj se percipiraju problemi s otplatom. Inozemni ekonomski

akteri isto tako mogu smanjiti svoj interes za ulaganjem u vlasničku imovinu promatrane zemlje. U ovakvim okolnostima, potrebno je adresirati platnobilančne ranjivosti. Kako navode Bird i Mosley (2009) to je u suštini moguće postići povećanjem priljeva inozemnog kapitala, smanjenjem deficita na tekućem računu platne bilance na razinu koja je konzistentna s postojećim priljevima inozemnog kapitala na financijskom računu, ili kombinacijom ovih dvaju pristupa.

Prema Bird i Mosleyu (2009) u tom smislu moguća su 3 smjera djelovanja: upravljanje agregatnom potražnjom, strukturne reforme u svrhu jačanja agregatne ponude te pokušaj kataliziranja kapitalnih tijekova. No svi oni se susreću s izazovima u ekonomsko-političkoj realnosti. U opisanim okolnostima zemlju karakteriziraju snažna ograničenja u smislu inozemnog financiranja te je stoga malo vjerojatno da će nositelji ekonomske politike uspjeti katalizirati priljeve inozemnog kapitala u kratkom roku. Stoga naglasak ekonomske politike može biti stavljen na strukturnu prilagodbu. No, to je dugotrajan proces koji obično donosi rezultate tek u dugom roku. U okolnostima krize, nositelji ekonomske politike mogu se stoga odlučiti staviti naglasak na upravljanje agregatnom potražnjom.

Smanjenje agregatne potražnje može zaista rezultirati smanjenom potražnjom za uvozom te dovesti do poboljšanja tekućeg računa platne bilance. Međutim, ovakve mjere nose sa sobom i određene troškove. Tako na primjer smanjenje investicija (državnog i privatnog sektora) može negativno djelovati na ekonomski rast i budući dohodak. Kako bi to izbjegli, nositelji ekonomske politike mogu se odlučiti za smanjenje agregatne potražnje putem smanjenja tekuće potrošnje kućanstava odnosno države. No, ukoliko ovakve mjere vode do smanjenja realnih plaća i(li) rastuće dohodovne nejednakosti mogu uzrokovati snažne društvene i političke konflikte, što otežava njihovu provedbu odnosno uspjeh.

Bird i Mosley (2009) stoga naglašavaju kako u ovakvim okolnostima odgovarajuća „injekcija“ inozemne likvidnosti može smanjiti pritisak vezan uz postojeća snažna ograničenja u eksternom financiranju te osigurati vrijeme potrebno za provedbu potrebnih ekonomskih promjena, posebice u strukturnom smislu.

U tom kontekstu, Međunarodni monetarni fond se najčešće povezuje s financijskim aranžmanima koji državama pogođenim krizom trebaju omogućiti prijeko potrebnu inozemnu likvidnost ali i potaknuti ekonomsku prilagodbu. Spomenuta dva elementa tj. osiguranje financijskih sredstava od strane Fonda te ekonomska

prilagodba države korisnice povezana su kroz uvjetovanost financijskih aranžmana koja obvezuje države korisnice na poduzimanje konkretnih i predefiniranih mjera ekonomske politike kako bi primile prvu, a potom i svaku sljedeću uplatu financijskih sredstava od strane Fonda. MMF dijelom osigurava potrebnu likvidnost izravno, no uvjetovani financijski aranžmani osmišljeni su s namjerom i pretpostavkom priljeva i drugih vrsta kapitala odnosno investitora u državu korisnicu.

U tom smislu preporučljivo je znanstvenim metodama ispitati istinitost ove pretpostavke, tj. istražiti dovode li financijski aranžmani Fonda zaista do povećanog priljeva inozemnog kapitala te ukoliko je to slučaj identificirati pojedine čimbenike koji mogu tome doprinijeti.

Nakon izlaganja zbog čega se znanstvena istraživanja na temu MMFa mogu usmjeriti baš na proučavanje odnosa između financijskih aranžmana Fonda te priljeva inozemnog kapitala, potrebno je obrazložiti i razloge za odabir inozemnih izravnih investicija kao zavisne varijable. Naime, postoji mogućnost da stupanj i predznak katalitičkog učinka MMFa variraju ovisno o vrsti kapitalnog priljeva (Bauer Racenberg 2011). Nadalje, različite vrste kapitalnih priljeva mogu imati različite odrednice. Čak i kad imaju iste odrednice, važnost pojedinačnih odrednica može varirati ovisno o vrsti kapitalnog priljeva (Eichengreen, Kletzer i Mody 2006, Razin i Sadka 2007) – npr. inozemne izravne investicije mogu biti snažnije određene perspektivom očekivanog rasta od kratkoročnih bankovnih zajmova. Raspon znanstvenih istraživanja katalitičkog učinka MMFa obuhvaća izučavanje utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljeve inozemnog kapitala općenito (stoga je i pregled relevantne literature u poglavlju 2.1. i strukturiran na takav način), no gore spomenuti argumenti ukazuju da postoji znanstvena opravdanost fokusiranja pojedinačnih znanstvenih istraživanja na pojedinačne vrste priljeva inozemnog kapitala odnosno investicija. Stoga se novija istraživanja obično usmjeravaju na pojedinu vrstu inozemnog kapitalnog priljeva, dok nešto starija istraživanja u svojim analizama agregiraju različite vrste inozemnih kapitalnih priljeva. S obzirom na navedeno, kao i potrebu fokusiranja doktorskog rada, te činjenicu da inozemne izravne investicije čine najveći udio (45 posto BDPa) u ukupnim inozemnih obvezama u regiji Srednje i Jugoistočne Europe (MMF 2014b), u doktorskom radu priljev inozemnog kapitala operacionalizira se kroz priljev inozemnih izravnih investicija u promatranim državama i razdoblju.

3. MAKROEKONOMSKI KATALITIČKI UČINAK MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEV INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA

Objasnivši pojam i djelovanje MMFa uključujući i osnovne karakteristike njegovih financijskih aranžmana te okolnosti njihovog sklapanja, potrebno je otići korak dalje te detaljnije specificirati konceptualni okvir istraživanja. U tom smislu odnos između financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnog kapitala tj. inozemnih izravnih investicija moguće je promatrati kroz prizmu potencijalnog katalitičkog učinka. Ovdje je stoga korisno definirati pobliže značenje pojma katalitičkog učinka financijskih aranžmana Fonda te ga staviti u odgovarajući političko-ekonomski kontekst kroz vrijeme u svrhu boljeg razumijevanja ove ideje te potreba i pritisaka koji su je oblikovali. K tome, potrebno je sistematizirati i definirati argumente u prilog postojanju katalitičkog učinka kao i protuargumente koji ukazuju zbog čega on može biti otežan ili izostati, što rezultira višeznačnošću istraživane pojavnosti te potrebom korištenja empirijskog pristupa. U tom kontekstu, kako bi kasnije bilo moguće empirijskim metodama identificirati pojedine čimbenike koji mogu doprinijeti katalitičkom učinku, nužno je definirati i predikcije katalitičkog učinka MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija, razlikujući pritom između triju osnovnih tipova financijskih aranžmana Fonda u CESEE regiji.

3.1. Pojam katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda i njegov razvoj kroz vrijeme

3.1.1. Pojam katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda

Saževši prethodna izlaganja vidljivo je da države obično sklapaju financijske aranžmane s Fondom kada više nisu u mogućnosti trajno financirati deficite na tekućem računu platne bilance priljevima inozemnog kapitala. U takvim okolnostima jedan od ključnih zadataka je potaknuti nove priljeve odnosno smanjiti odljeve inozemnog kapitala (Mussa i Savastano 1999). Spomenuti autori stoga i navode

kako je jedan od glavnih ciljeva financijskih aranžmana MMFa potaknuti (tj. katalizirati) priljev inozemnog kapitala u zemlju korisnicu.

Međunarodni monetarni fond zastupa stav o postojanju katalitičkog učinka svojih financijskih aranžmana na priljev inozemnog kapitala u zemlji korisnici navodeći kako

„...financijski programi MMFa mogu pomoći u poticanju ostalih financijskih priljeva, djelujući kao katalizator za ostale (...) investitore, jer program MMFa može poslužiti kao signal da je država korisnica usvojila zdrave i kvalitetne ekonomske politike, pojačavajući tako kredibilnost njene ekonomske politike i pojačavajući povjerenje investitora“ (IMF 2004).

Nadalje, „..u većini slučajeva, kod financijskih aranžmana MMFa, Fond osigurava manji dio potrebnog eksternog financiranja za promatranu državu. No, kako sklapanje financijskog aranžmana signalizira da su ekonomske politike države na pravom putu, tako jača povjerenje investitora i službenih financijskih institucija te doprinosi generiranju dodatnog financiranja iz ovih izvora. Na ovaj način, financijski aranžman s Fondom djeluje kao važna poluga, katalizator, za privlačenje ostalih financijskih priljeva.“ (Penalver 2004)

Ghosh i suradnici (2002, p.8) dalje proširuju ovu definiciju navodeći „kako u pojedinim slučajevima ekonomskih kriza nije nužno na snazi klasični *trade-off* između ekonomske prilagodbe države primateljice i službenog financiranja. Naime, u ovakvim okolnostima može doći do katalitičkog učinka ukoliko je kombinacija službenog financiranja i ekonomskih politika dovoljno snažna da potakne povjerenje ekonomskih aktera, te se službeno financiranje može na kraju čak pokazati suvišnim“.

Iz ovakvih navoda moguće je konstatirati kako pojam katalitičkog pristupa, u principu, implicira (Penalver 2004, p. 7) da “kombinacija ograničenog inozemnog financiranja putem financijskog aranžmana Fonda te predanosti države članice ekonomskim promjenama može potaknuti priljeve inozemnog kapitala (ili smanjiti njegove odljeve)“.

Tako prema Cottarelliu i Gianniniu (2006), angažman MMFa u pojedinoj državi ostvaruje katalitički učinak u onom stupnju u kojem financijski aranžman MMFa popraćen financijskim sredstvima MMFa (ograničenima u odnosu na potencijalne

odljeve kapitala[5]) povećava spremnost privatnih investitora ulaganju u dužničku i vlasničku (financijsku) imovinu.

Moguće je zaključiti kako se pojam katalitičkog učinka temelji na ideji da sklapanje financijskih aranžmana s MMFom pojačava spremnost inozemnih investitora odnosno kreditora ulaganju u državu primateljicu aranžmana. Pritom se spremnost inozemnih investitora da iskoriste investicijske prilike u promatranoj državi operacionalizira indirektno kroz priljev inozemnog kapitala (uključujući i FDI).

Ukoliko je katalitički učinak zaista prisutan u praksi:

1. To znači da MMF aranžman u promatranoj državi poboljšava percepciju inozemnih investitora vezano uz ekonomiju države korisnice pa tako i njihovu posljedičnu spremnost k investiranju, što se reflektira kroz povećani priljev inozemnih investicija. Povećani priljev inozemnih investicija (kako u dužničku tako i vlasničku imovinu) državama primateljicama može biti potreban kako bi povećale razinu raspoložive eksterne likvidnosti te adresirale svoje eksterne obveze (Woo 2013, p.293). Nadalje, spomenute priljeve nositelji ekonomske politike u državama primateljicama mogu odlučiti iskoristiti kako bi financirali investicije (koje ne bi mogli financirati uz postojeću razinu štednje rezidenata) te tako pokušati poticati rast (Woo 2013, p.293, Krugman i suradnici 2012, Edwards 2006, p.4)[6].
2. On također implicira da povećan priljev inozemnih investicija potaknut sklapanjem aranžmana s MMFom smanjuje veličinu inicijalno potrebnog financijskog paketa od strane MMFa, čime se povećava učinkovitost ograničenih financijskih sredstava MMFa.
3. Nadalje, proučavanje odnosa između financijskih aranžmana MMFa i priljeva međunarodnih investicija doprinosi razumijevanju kako i zašto države koriste

[5] Općenito uzevši, potencijalni odljev kapitala obuhvaća sveukupne kratkoročne inozemne obveze zemlje. No, ovo je orijentacijska vrijednost, jer pod pretpostavkom pune konvertibilnosti financijskog računa platne bilance, rezidenti mogu odlučiti konvertirati svu svoju kratkoročnu imovinu u inozemnu valutu, što bi povećalo potencijalni odljev kapitala.
Ograničenost financijskih sredstava Fonda implicira da financijski aranžman nije dovoljno velik kako bi u potpunosti financirao odljev kapitala pod pretpostavkom nemogućnosti refinanciranja kratkoročnih inozemnih obveza (Cottarelli i Giannini 2006, p. 12).

[6] Ipak, i u ovom slučaju je potreban oprez jer npr. količina investicija koje se efektivno financiraju u zemlji primateljici inozemnom štednjom može biti ograničena činjenicom da npr. inozemni izravni investitori svoja ulaganja u zemlji primateljici mogu dijelom financirati zaduživanjem na lokalnom tržištu (Alfaro i Johnson, 2013 p. 302, Loungani i Razin 2001). Također, npr. priljev inozemnih izravnih investicija ne mora nužno dovesti do ekonomskog rasta (Alfaro i Johnson 2013).

međunarodne institucije. Naime, u ovom kontekstu međunarodne institucije ne samo da osiguravaju prijeko potrebnu likvidnost, već potencijalno mogu pomoći državama u signaliziranju kredibilnosti (Dhonte 1997, Bauer i suradnici, 2012, Vreeland 2003). Evaluacija katalitičkog učinka MMFa stoga doprinosi identificiranju i razumijevanju utjecaja MMFa na ekonomske aktere.

4. Na koncu, ukoliko je financijski aranžman osmišljen s pretpostavkom pojačanog priljeva inozemnih investicija, te se ovakva pretpostavka ne ostvari, time se stvaraju preduvjeti za otežano ostvarivanje ciljeva cjelokupnog programa, kao i ekonomskog rasta i oporavka. Stoga izučavanje ovog odnosa pomaže u razumijevanju njegovih odrednica i njihovoj implementaciji u kreiranju MMFovih aranžmana sa snažnijim preduvjetima za uspjeh.

3.1.2. Razvoj pojma katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda kroz vrijeme

Pojam katalitičkog učinka MMFa pojavljuje se u znanstvenoj i stručnoj literaturi od kraja 1970ih godina te postupno razvija svoj utjecaj i rasprostranjenost. Od tada do danas Fond kontinuirano s većim ili manjim naglaskom zastupa ideju o njegovom postojanju. No, naglasak koji MMF pridaje ovom konceptu podložan je ciklusima koji reflektiraju tekuće političko-ekonomske okolnosti (potrebe, ograničenja i pritiske).

Pojam katalitičkog učinka ne spominje se u kontekstu djelovanja Fonda sve do kraja 1970ih godina jer za njim nije bilo snažne potrebe u okviru postojećeg međunarodnog financijskog sustava. U Bretton Woods mehanizmu s fiksnim (iako prilagodljivim) deviznim sustavom, prevladavajućim kontrolama na financijskom računu platne bilance i slabo izraženom pokretljivošću kapitala, uloga MMFa prvenstveno je bila usmjerena na organiziranje financijskih aranžmana koji su osiguravali potrebnu likvidnost za adresiranje kratkoročnih neravnoteža tekućeg računa platne bilance. Kvote (vidjeti potpoglavlje 2.2.2.2.) su ujedno predstavljale i maksimalnu visinu mogućih iznosa financijskih aranžmana za države članice. U slučaju „značajnih“ neravnoteža posezalo se za devalvacijama uz prethodno odobrenje Fonda.

Međutim, slom Bretton Woods mehanizma, jačanje financijske liberalizacije i mobilnosti kapitala suočili su Fond s potrebom prilagodbe vlastite uloge. Kako se nisu stekli politički uvjeti za sklapanje novog međunarodnog ugovora poput onog iz

Bretton Woodsa iz 1944. godine, to je impliciralo potrebu evolucije Fonda unutar postojećeg zakonodavnog i institucionalnog okvira. MMF tako s vremenom jača svoju ulogu zajmodavca sa svrhom pružanja podrške državama u adresiranju platnobilančnih kriza.

No, krajem 1970ih godina ispunjavanje ove uloge postaje sve teže i kompleksnije s obzirom da su mnoge države članice bilježile rastuće deficite tekućeg računa pod utjecajem naftnih kriza, dok je inflacija smanjivala realnu vrijednost dodijeljenih državnih kvota. Potražnja i pritisci za aranžmanima bili su sve veći, a zaduživanje na tržištima kapitala od strane Fonda nije razmatrano kao realna opcija jer bi narušilo prirodu Fonda kao međuvladine institucije. U ovoj situaciji MMF se okrenuo osiguravanju dodatnih financijskih sredstava putem zajmova od svojih država članica ustrojivši tzv. Aranžmane zaduživanja (GAB, a potom i NAB pobliže opisani u potpoglavlju 2.2.2.2.).

Ipak, ovakva zajmodavna uloga Fonda suočila se s poteškoćama (Cottarelii i Giannini 2006), jer su države izvoznice nafte (OPEC) istovremeno intenzivno reciklirale svoje prihode plasiravši ih putem međunarodnih banaka državama uvoznicama nafte. Također, pojavili su se i politički argumenti koji su isticali kako Fond takvim djelovanjem može potaknuti moralni hazard (tj. neodgovorno djelovanje privatnih kreditora pod utjecajem saznanja kako će u slučaju krize MMF „pokriti“ njihove gubitke, što zapravo može pojačati vjerojatnost pojave krize), te se stoga novac poreznih obveznika ne smije trošiti na spašavanje „neodgovornih privatnih investitora“. U takvoj političko-intelektualnoj klimi, stručna javnost kao i čelnici Fonda sve češće su naglašavali važnost katalitičkog financiranja. Prema tom principu financijska sredstva Fonda nikako ne mogu niti smiju supstituirati sredstva privatnih kreditora, već služe kao mehanizam jačanja povjerenja ekonomskih aktera i posljedičnog snaženja priljeva privatnog kapitala (Cottarelli i Giannini 2006). Takve ideje postale su sve češće i jače zastupljene među glasnogovornicima i predstavnicima Fonda (DeVries, Guitian).

Sredinom 1980ih godina došlo je do izbijanja tzv. Velike dužničke krize koja je započela s Meksikom, a potom se proširila u ostatku Južne Amerike, Afrike i Europe. Fond je ponovno snažnije aktivirao svoju zajmodavnu ulogu. No, pojačana financijska liberalizacija i sve snažnija mobilnost kapitala učinili su ispunjavanje ove uloge još kompleksnijim. Liberalizacija kretanja kapitala rezultirala je mogućim

pritiscima na financijskom računu platne bilance, koji često postaju povodom izbijanja kriza u državama članicama. No, adresiranje ovakvih pritisaka vrlo je izazovno. Uz postavku potpune konvertibilnosti financijskog računa platne bilance, mnogo je kompleksnije precizno utvrditi potrebe za vanjskim financiranjem. Naime, mogućnost povlačenja inozemnog kapitala (prisutnog u obliku tekućih eksternih obveza), ali i imovine rezidenata koji u kriznim uvjetima nastoje konvertirati svoju imovinu u inozemnu valutu i plasirati je u inozemstvo pojačava pritiske i potrebe za eksternim financiranjem. Ovakva postavka ujedno naglašava važnost percepcije investitora odnosno kreditora za adresiranje platnobilančnih ranjivosti. Što je država uspješnija u jačanju pozitivne percepcije investitora, veća je vjerojatnost izbjegavanja odljeva kapitala. Ključno pitanje bilo je kako uvjeriti kreditore odnosno investitore da nastave odnosno pojačaju svoju izloženost prema takvom gospodarstvu?

U ovom kontekstu, MMF se odlučio za svojevrstan „prisilni“ pristup jer je od ranih 1980ih godina, uveo „politiku osiguravanja odgovarajućeg financiranja“ (*financing assurances policy*). Sklapanje financijskih aranžmana između MMFa i države korisnice uvjetovano je prethodnim postizanjem formalnog sporazuma između države primateljice i njenih kreditora, a koji je najčešće implicirao nastavak izloženosti kreditora prema promatranoj državi, odnosno reprogramiranje njenog duga. Ovakav pristup poznat je i pod pojmom „orkestrirani zajmovi“ (*concerted lending*). On predstavlja odmak od temeljnog koncepta katalitičkog učinka Fonda, jer potonji podrazumijeva da financijski aranžman s MMFom istinski poboljša percepciju investitora odnosno kreditora koji stoga svojevoljno pojačavaju svoju izloženost prema državi korisnici zajma. U slučaju orkestriranih zajmova, kreditori su zapravo u određenoj mjeri prisiljeni na nastavak odnosno jačanje svoje izloženosti (koja je često i formalno uvrštena u uvjetovanosti određenog financijskog aranžmana).

Međutim, već od druge polovice 1980ih godina, ovaj pristup donosi sve slabije rezultate. Banke-kreditori pokazivale su sve manju spremnost na jačanje svoje izloženosti prema državama primateljicama zajma. Jačanje njihovog pregovaračkog stava bilo je posljedica činjenice da su u međuvremenu, nakon sklapanja niza orkestriranih zajmova, uspjele ojačati svoje bilance te su bile sve manje primorane na spomenute ustupke. K tome, mnoge države primateljice nisu se uspjele adekvatno oporaviti, što je ugrozilo perspektivu otplate zajmova.

U takvoj atmosferi, američki ministar financija Baker istupa s planom u kojem je jedna od ključnih postavki bio naglasak na katalitičkom učinku službenih zajmova. No, plan nije urodio značajnim uspjehom, a banke su odlučno odbijale daljnje snažno financiranje zemalja u razvoju (Cottarelli i Giannini 2006). Kako bi pokušali adresirati novonastalu situaciju, američko Ministarstvo financija istupilo je s novim planom – tzv. Bradyev plan, koji je vrlo brzo podržao i MMF. Ovaj plan nudio je kreditorima zemalja u razvoju niz opcija u osnovi temeljenih na nekom obliku otpisa duga tj. originalni dužnički vrijednosni papiri zemalja u razvoju zamijenjeni su novima koji su realnije odražavali potražnju na tržištu.

Bradyev plan koji je podržao i MMF neizravno ukazuje na tadašnji implicitni institucionalni odmak od pristupa orkestriranih zajmova kojima se međunarodne privatne kreditore nastojalo „snažno potaknuti“ na suradnju. To potvrđuje i činjenica da je u to doba MMF uveo novi pristup koji je (za razliku od orkestriranih zajmova) omogućavao državama primateljicama sklapanje financijskih aranžmana s Fondom čak i u slučaju akumulacije dospjelih neplaćenih potraživanja prema inozemnim kreditorima (*lending into arrears*) uz uvjet da su pregovori između države i inozemnih kreditora u tijeku. Ovakvim stavom MMF je nastojao smanjiti utjecaj inozemnih kreditora u smislu njihovog ustrajnog odbijanja sporazuma s državom zajmoprimcem.

Prva polovica 1990ih godina smatra se potvrdom uspjeha Bradyevog plana jer je značajan broj zemalja u razvoju zabilježio smanjenje svojih vanjskih obveza te sklopio sporazume o reprogramiranju vanjskog duga s javnim kreditorima putem Pariškog kluba. Službene rasprave o katalitičkom učinku utihnule su na neko vrijeme zbog manjka kriza koje bi potakle na njihovo oživljavanje.

Od početka 1990ih godina Fond je snažnije angažiran u adresiranju kriza i pružanju pomoći zemljama u tranziciji. U okviru financijskih aranžmana, posebice sa zemljama koje nisu imale izgrađenu kredibilnu reputaciju provedbe tržišnih ekonomskih politika, opet se isticala važnost reputacijske uloge MMF aranžmana (katalitički učinak).

Kada je sredinom 1990ih godina izbila kriza u Meksiku, koja se potom proširila i u zemljama Azije, Fond se nije službeno referirao na katalitičku učinak. No veličina financijskog aranžmana za Meksiko implicirala je kako bi takav financijski paket bilo teško ponovno realizirati posebice za više država istovremeno, a ojačale su i

rasprave o opasnosti od moralnog hazarda. U takvim okolnostima Fond ponovno intenzivira službene reference na katalitički učinak (Cottarelli i Giannini 2006).

Polovicom 1990ih godina, moguće je, stoga, primijetiti jačanje dvaju pristupa MMFa prema privatnom sektoru. Jedan uključuje pozivanje na važnost i potencijal katalitičkog učinka, dok drugi ističe snaženje tzv. angažmana privatnog sektora (*private sector involvement*) koji implicira neki oblik otpisa duga (od orkestriranih zajmova pa do restrukturiranja duga). U uvjetima sve manje vjerojatnosti uspješnog realiziranja orkestriranih zajmova zbog jačanja eksternog financiranja putem obveznica (nauštrb bankovnih kredita) koje karakterizira veći broj heterogenih ekonomskih aktera, ali i snažnih otpora obustavi otplate duga odnosno njegovom smanjenju, ponovno se službena institucionalna pozornost pridaje jedinom preostalom rješenju tj. katalitičkom učinku. Iako su kriza u Aziji i Rusiji pokazale da katalitički učinak ne treba smatrati uvijek prisutnom pojavnošću te ojačale kritike spram Fonda, adresiranje krize u Brazilu (smatrana uspjehom i potvrdom katalitičkog učinka među širom stručnom javnošću) i opet intenzivira promicanje ideje katalitičkog učinka kako u MMFu tako i u skupini G-7.

Početak ovog stoljeća te kriza u Turskoj i Argentini ponukali su Fond da ponovno smanji naglasak na katalitički učinak kao alat u adresiranju kriza. Potom je uslijedilo razdoblje globalne ekonomske stabilnosti i napretka u kojem nije bilo snažne potrebe za financijskim aranžmanima Fonda, a jačale su i kritike koje su propitivale njegovu ulogu i učinkovitost u cjelini. Međutim, izbijanje globalne ekonomske krize kao i europske dužničke krize opet su dovele Fond u srž interesa i intenzivirale njegovu ulogu u adresiranju ekonomskih kriza.

U ovom kontekstu, dužnosnici Fonda poput tadašnjeg glavnog ekonomista O. Blancharda, također su u službenim istupima isticali važnost vraćanja povjerenja ekonomskih aktera na globalnim tržištima kao jedan od ključnih elemenata ekonomskog oporavka (Blachard 2009) te poticali na provedbu mjera ekonomske politike koje će doprinijeti ovom cilju. Sam Fond poduzeo je niz aktivnosti u svrhu jačanja povjerenja kako država primateljica pomoći, tako i ekonomskih aktera na globalnim tržištima u smislu jačanja njegove sposobnosti za adresiranje kriza – povećanje financijskih sredstava na raspolaganju za financijske aranžmana u sklopu NAB mehanizma na 570 milijardi dolara, čime su sveukupna sredstva temeljem ovog izvora dosegla 800 milijardi dolara. Fond je također pokrenuo proces povećanja

ukupnih kvota na 669 milijardi eura. Sklopljen je i niz bilateralnih aranžmana u iznosu od 396 milijardi dolara, koje se aktiviraju u slučaju nedostatnosti kvota odnosno NAB aranžmana. MMF je u određenoj mjeri revidirao i tipove odnosno uvjete financijskih aranžmana, a pokrenuo je i reforme upravljačkog sustava (IMF 2010, IMF 2016f).

Nadalje, iako među javno dostupnim dokumentima Fonda, od izbijanja globalne krize do danas, nema zasebnih analiza katalitičkog učinka MMFa, posebice za navedeno razdoblje, referiranje na katalitički učinak Fonda i dalje je kontinuirano prisutno u službenim dokumentima ove institucije (npr. IMF 2014b, IMF 2011).

3.2. Razlozi za i protiv postojanja katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda

Temeljem svega navedenog, vidljivo je da od kraja 1970ih godina do danas, ovisno o okolnostima i ograničenjima političko-ekonomske prirode, Fond s promjenjivim naglaskom kontinuirano zastupa stav o postojanju katalitičkog učinka svojih aranžmana.

Kako bi se utvrdila istinitost ove tvrdnje, prvo je potrebno razmotriti razloge za i protiv postojanja katalitičkog učinka Fonda.

Postoji nekoliko argumenata zbog čega financijski aranžmani Fonda mogu poboljšati percepciju inozemnih investitora. Naime, financijske aranžmane Fonda karakterizira uvjetovanost - niz mjera ekonomske politike (tržišne reforme) prethodno definiranih i usuglašenih u dijalogu s MMFom koje je potrebno provesti u okviru aranžmana.

1. MMF prati provedbu spomenutih uvjetovanosti te sankcionira zemlje zajmoprimce ukoliko ih ne provode (Bauer et al. 2012). Zemlje zajmoprimci koje krše obveze u okviru aranžmana suočavaju se s konkretnim financijskim i reputacijskim troškovima jer MMF zaustavlja isplate financijskih sredstava predviđenih aranžmanom, što također šalje negativan signal i međunarodnim investitorima te kreditorima. Praćenje uvjetovanosti od strane Fonda te aktivacija negativnih posljedica za države koje ne poštuju prethodno definirane obveze može stoga poboljšati percepciju inozemnih investitora vezano uz vjerojatnost provedbe predefiniranih mjera ekonomske politike od strane zemlje korisnice programa.
2. K tome, financijski aranžmani Fonda mogu poboljšati predvidljivost ekonomske politike u zemljama zajmoprimcima. Nepredvidljivost je okarakterizirana kao jedna od ključnih prepreka inozemnim investicijama (Dhonte 1997). Kroz sudjelovanje u financijskom aranžmanu MMFa, država korisnica ograničava moć oblikovanja i provedbe mjera ekonomske politike samo na one mjere prethodno definirane i usuglašene s Fondom.
3. Nadalje, kao što je navedeno, programe MMFa karakterizira obvezivanje zemlje korisnice na niz tržišnih reformi. Kao što ističu Biglaiser i De Rouen (2010), pretpostavivši da inozemni investitori preferiraju tržišne silnice naspram državnog

intervencionizma, sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa signalizira spremnost zemlje korisnice na pokretanje ili intenziviranje odnosno trajno održavanje tržišno-orijentiranih politika u zemlji korisnici, što doprinosi izgradnji njene reputacije. Slijedom navedenog, ako financijski aranžmani Fonda promiču tržišni pristup, inozemni kapital trebao bi preferirati zemlje sudionice u financijskim aranžmanima Fonda, naspram onima koje to nisu (pod pretpostavkom *ceteris paribus*).[7]

Iako gore navedeni argumenti objašnjavaju zbog čega bi financijski aranžmani Fonda mogli potaknuti priljeve inozemnih investicija (uključujući FDI), to ne mora uvijek biti slučaj jer zemlje korisnice ponekad ne provode predefinirane uvjetovanosti ili zbog toga što Fond ne sankcionira uvijek zemlje koje krše obveze u okviru aranžmana (Dreher 2004). Sve navedeno može negativno utjecati na percepciju inozemnih investitora.

Usprkos tome, čak i slučajevima kad zemlje korisnice ne provode u potpunosti predefinirane mjere u okviru aranžmana ili kada MMF ne sankcionira takvo neispunjavanje uvjetovanosti, ovakve okolnosti ne moraju nužno odvratiti inozemne investitore. Vreeland (2003) tako navodi da stopostotno sankcioniranje neispunjavanja obveza u okviru aranžmana nije niti nužno za funkcioniranje katalitičkog učinka. Dovoljno je kreirati percepciju da neispunjavanje ugovornih obveza u cjelini povlači negativne posljedice. Nadalje, prema Biglaiseru i De Rouenu (2010), inozemni investitori mogu preferirati čak i suboptimalno ispunjavanje uvjetovanosti u okviru financijskog aranžmana Fonda naspram njegovog potpunog odsustva. Naime, oni mogu ponekad percipirati da odsustvo financijskog aranžmana Fonda (u smislu uvjetovanosti i praćenja provedbe mjera od strane MMFa) može značajno smanjiti pritisak za obvezivanjem na tržišne reforme u zemlji. Ovakva postavka implicira da MMF djelujući kao instrument vanjskog pritiska ima određen utjecaj na predanost tržišnim reformama od strane zemalja korisnica, iako on nije uvijek primjetan.

[7] Ovaj doktorski rad ne prosuđuje jesu li uvjetovanosti odnosno ekonomske politike definirane u okviru aranžmana od strane MMFa ispravne ili ne. Implicitno se pretpostavlja da MMF pri oblikovanju uvjetovanosti ne griješi u njihovom odabiru ili barem da definira one uvjetovanosti čiju provedbu žele vidjeti inozemni investitori, slijedeći pristup znanstvene literature na ovu temu (primjerice Bauer Racenberg 2011, Bauer et al. 2012).

Dosadašnji prikaz argumentacije ukazuje kako financijski aranžmani Fonda mogu ali i ne moraju nužno dovesti do pozitivnog katalitičkog učinka. U znanstvenoj literaturi moguće je identificirati još nekoliko argumenata zbog čega bi financijski aranžmani trebali dovesti do povećanog priljeva inozemnog kapitala. Korisno je ukratko se osvrnuti na njih uz obrazloženje zašto vjerojatno nisu na snazi u kontekstu ovog istraživanja.

Kao prvo, informacije o agregatnoj ekonomskoj odnosno investicijskoj situaciji i kvaliteti ekonomske politike u promatranoj državi koriste svim potencijalnim investitorima i stoga predstavljaju javno dobro. Privatni investitori nemaju adekvatan poticaj prikupljati i još k tome distribuirati ovakve informacije. Stoga se države mogu usuglasiti da MMF prikuplja i distribuira ovakva informacijska javna dobra. U tom smislu, kada MMF sklopi financijski aranžman s državom može odaslati signal pozitivne potvrde njene ekonomske politike (*seal of approval*). Međunarodni investitori mogu slijediti njegov stav te povećati spremnost ulaganja u spomenutu državu (Bordo et al. 2004). Međutim, ovaj argument temelji se na postavci o informacijskim prednostima MMFa u odnosu na privatne ekonomske subjekte. Ona ne mora nužno biti točna iz sljedećih razloga – razvoj informacijske tehnologije u nekoliko posljednjih desetljeća značajno je smanjio informacijske zaostatke privatnog sektora. Nadalje, MMF je reagirajući na kritike o upravljanju krizama krajem 1990ih godina, ojačao svoju transparentnost, povećavajući broj javno odstupnih izvješća i podataka. Tamo gdje ovakva izvješća nisu dostupna zbog zahtjeva zemlje korisnice za tajnošću podataka, mogu zapravo povećati bojazni i negativnu percepciju investitora. Na kraju, postoje dokazi kako makroekonomske projekcije MMFa u prosjeku ne bilježe ni bolje ni lošije rezultate nego one privatnog sektora (Lougani 2001).

Kao drugo, sklapanje financijskih aranžmana s MMFom može djelovati poput filtra koji inozemnim investitorima pomaže razlučiti države koje su spremne na provođenje potrebnih bolnih reformi od onih koje to nisu. Tako prema istraživanju Marchesi i Thomasa (2001), samo države čije su makroekonomske politike temeljno zdrave i vjerodostojne mogu „priuštiti“ troškove koji proizlaze iz financijskih aranžmana MMFa. Međutim, zemlja korisnica može sklopiti financijski aranžman nemajući istinsku namjeru provesti dogovorene ekonomske reforme. Čak i ako je odlučna u provođenju usuglašenih reformi, može se suočiti s egzogenim čimbenicima

(npr. globalna kriza ili porast kamatnih stopa) koji će joj otežati ili onemogućiti njihovu provedbu. K tome, zemlje se u okviru programa MMFa mogu odlučiti za ograničavanje agregatne potražnje kroz smanjenje investicija. Ukoliko je uz financijski aranžman MMFa vezano smanjenje investicija, zašto bi inozemni investitori u takvoj situaciji pojačali svoje investicije dok ih domaći investitori smanjuju? Uz to, ako financijske aranžmane s MMFom karakterizira recidivizam, to može značiti da sadašnji financijski aranžman s Fondom implicira povećanu vjerojatnost sklapanja aranžmana s MMFom u budućnosti. Kako se zemlje obično obraćaju Fondu za pomoć u slučaju krize, sadašnja kriza implicira vjerojatnost buduće krize. Upitno je hoće li se u takvom ekonomskom okružuju investitori odlučiti za nova ulaganja.

Završno, temeljem iznesene diskusije, moguće je zaključiti da koncepcijske rasprave o razlozima za i protiv postojanja katalitičkog učinka Fonda nisu rezultirale jednoznačnim znanstvenim viđenjem. U tom smislu, u znanstvenoj literaturi na ovu teme oblikovao se konsenzus kako je katalitički učinak prvenstveno empirijsko pitanje (Bird i Rowlands 2014) koje je potrebno adresirati kroz odgovarajući empirijski okvir.

3.3. Predikcije katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda prema tipovima financijskih aranžmana

Kako bi (kasnije) bilo moguće empirijskim testiranjem identificirati pojedine čimbenike koji mogu pozitivno utjecati na katalitički učinak, za početak je nužno opisati karakteristike svakog od triju osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa te oblikovati posljedična očekivanja (predikcije) vezano uz njihove pojedinačne katalitičke učinke na priljeve FDI.

Za potrebe znanstvenog istraživanja, cjelokupne financijske aranžmane MMFa u promatranom vremenskom razdoblju i skupini zemalja moguće je podijeliti u tri osnovna tipa. To su: Stand-By Arrangement - SBA, Extended Fund Facility - EFF te Extended Credit Facility - ECF. Ovi tipovi razlikuju se prema svojoj strukturi i karakteristikama - s obzirom na vremensko trajanje, razdoblje dospijeća, utjecaj zemlje primateljice te dinamiku praćenja provedbe. Spomenute razlike u strukturi i karakteristikama među trima osnovnim tipovima financijskih aranžmana Fonda ujedno impliciraju i razlike u dva čimbenika - 1) razini kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene te u 2) razini utjecaja MMFa u tom smislu[8]. One stoga mogu utjecati na percepciju inozemnih investitora operacionaliziranu kroz priljev inozemnih izravnih investicija (tj. na katalitički učinak).

Temeljem pregleda argumentacije moguće je zaključiti da ECF tip financijskih aranžmana po svojoj strukturi i karakteristikama implicira nisku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene odnosno slab utjecaj Fonda u tom smislu. Stoga se u ovom slučaju očekuje negativan katalitički učinak. Kod SBA tipa financijskih aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama implicira visoku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene i snažan utjecaj Fonda u tom smislu, očekuje se pozitivan katalitički učinak. EFF tip financijskog aranžmana ima tzv. miješane karakteristike u tom smislu, te nije a priori moguće definirati očekivanja vezano uz postojanje katalitičkog učinka.

[8] Pritom se misli na utjecaj Fonda u smislu kreiranja poticaja za kredibilno obvezivanje zemalja korisnica na gospodarske promjene.

3.3.1. ECF tip financijskih aranžmana

KARAKTERISTIKE:

Ovaj tip zajma namijenjen je državama niske razine dohotka[9]. Koncesivnog je i dugoročnog karaktera – s kamatnom stopom od 0,5 posto, pri čemu u posljednje dvije godine sukladno odluci Fonda kamatna stopa iznosi 0 posto. Prosječno trajanje zajma je 3-4 godine, s maksimalnim trajanjem do 5 godina. ECF aranžman omogućuje poček od 5 godina, s krajnjim dospijećem otplate od 10 godina.

RAZINA KREDIBILNOG OBVEZIVANJA ZEMLJE KORISINICE ZAJMA NA GOSPODARSKE PROMJENE:

Vrijeme trajanja aranžmana te vrijeme dospijeća otplate su relativno dugi u usporedbi s ostala 2 tipa aranžmana. (Iako relativno manje veličine), ovakva dugoročna injekcija inozemnog kapitala i dugo vrijeme otplate impliciraju da država neće u relativno skorije vrijeme biti u snažnijoj potrebi za inozemnim kapitalom, te je stoga manje vjerojatno da će se biti spremna snažnije obvezati na ustupke koji će joj omogućiti priljev inozemnog kapitala.

Nadalje, čak i ako investitori očekuju povrat u dugom roku, države korisnice ovog aranžmana karakterizira toliko trajno siromaštvo, te imaju snažniji poticaj nacionalizirati inozemna izravna ulaganja, izloživši FDI investitore gubitku (Bauer 2011). Ovakve okolnosti mogu negativno djelovati na njihovu percepciju kredibilnog obvezivanja države korisnice na gospodarske promjene.

Kod ECF aranžmana, zemlje primateljice imaju snažniji utjecaj vezano uz definiranje predviđenih uvjetovanosti tj. reformskih mjera. Stoga su one mnogo manje detaljne, općenitijeg karaktera te malobrojnije. Kako države mogu samostalnije odlučivati o predefiniranim uvjetima aranžmana (Biglaiser i De Rouen 2010, Vreeland 2003), postoji i manja vjerojatnost uvrštavanja u program onih mjera koji iziskuju kratkoročno bolne ekonomske promjene, a povezuju se s adresiranjem

[9] Države niske razine dohotke definiraju se kao države koje imaju pristup zajmovima financiranim sredstvima Fonda za smanjenje siromaštva i poticanje rasta (PRGF). Također ih je moguće definirati i kao države čiji je bruto nacionalni dohodak per capita niži od određenog novčanog limita definiranog na godišnoj razini (IMF 2003).

makroekonomskih neravnoteža (u svrhu osiguravanja makroekonomske stabilnosti i rasta).

Budući da ECF ima dugoročni karakter uz koncesivne kamatne stope, sličniji je inozemnoj pomoći, nego uvjetovanom zajmu (Barro and Lee 2005, Biglaiser i De Rouen 2010), što može rezultirati smanjenom vjerojatnošću privlačenja inozemnih investicija. Naime, pomoć, iako ograničenog obujma, doprinosi zadovoljenju potreba za kapitalom od strane zemalja korisnica, smanjujući potrebu za privlačenjem novog inozemnog kapitala i prilagodbom u tom smislu.

RAZINA UTJECAJA MMFa U TOM SMISLU:

S obzirom na manji broj uvjetovanosti i njihov općenitiji karakter kod ECF tipa financijskih aranžmana, MMF ima relativno slabiji utjecaj nad ekonomskom politikom zemalja primateljica (Bird i Rowlands 2007). Ovakve okolnosti osiguravaju veću mogućnost njihovog neposluha i ogluhe na mjere ekonomske politike koje zastupa MMF.

Za razliku od ostalih dvaju tipova financijskih aranžmana čija se provedba prati i razmatra od strane Fonda na tromjesečnoj osnovi, ovaj tip aranžmana podložan je praćenju i razmatranju Fonda u intervalima od 6 mjeseci (u prošlosti čak 12 mjeseci). Slabija dinamika praćenja provedbe implicira manje snažan utjecaj Fonda, te ponovno može negativno djelovati na percepciju investitora.

Utjecaj Fonda smanjen je kod ECF tipa aranžmana i zbog tzv. Samaritanske dileme (Biglaiser i De Rouen 2010). S obzirom da države korisnice karakterizira trajno siromaštvo te negativni makroekonomski uvjeti, Fond nije u mogućnosti osigurati dovoljno snažnu provedbu uvjetovanosti ovog tipa aranžmana jer ih i ne može (niti snažno želi) kazniti u slučaju njihovog neispunjavanja („što imaš od toga da tučeš nekog tko je već na koljenima“). Samaritanska dilema smanjuje utjecaj Fonda, te može negativno djelovati na percepciju inozemnih investitora.

3.3.2. SBA tip financijskih aranžmana

KARAKTERISTIKE:

Ovaj tip financijskih aranžmana u teoriji je namijenjen svim državama članicama, no koriste ga prvenstveno države srednje i visoke razine dohotka. Radi se o nekoncesivnom, kratkoročnom tipu zajma s prosječnim trajanjem od 1-1,5 godina. Vrijeme otplate je 3,25-5 godina nakon sklapanja zajma. Obično je relativno manji u odnosu na EFF tip.

RAZINA KREDIBILNOG OBVEZIVANJA ZEMLJE KORISINICE ZAJMA NA GOSPODARSKE PROMJENE:

Relativno kratko vrijeme trajanja zajma, te relativno kraće vrijeme dospijeća otplate upućuju da će zemlja korisnica aranžmana u relativno skorije vrijeme trebati novu injekciju inozemne likvidnosti. Kako će kod ovog tipa aranžmana u relativno skorije vrijeme država biti u snažnijoj potrebi za inozemnim kapitalom, tako je vjerojatnije da će se biti spremna snažnije obvezati na ustupke tj. ekonomske politike koje će joj omogućiti priljev inozemnog kapitala.

Nadalje, SBA aranžmani iziskuju provođenje tržišnih reformi u sklopu ekonomske politike zemlje korisnice prije aktivacije samog zajma (tzv. *prior actions*). Ovakva situacija doprinosi slanju snažnijeg signala predanosti tržišnoj politici od strane zemlje korisnice.

Zemlje primateljice SBA aranžmana u principu se susreću sa snažnim (akutnim) platnobilančnim neravnotežama koje nisu u mogućnosti adekvatno financirati priljevima inozemnog kapitala, te im je inozemna likvidnost prijeko i žurno potrebna. Takve okolnosti daju relativno snažniju pregovaračku moć i utjecaj MMFu, ali isto tako povećava vjerojatnost daljnjih ustupaka zemlje primateljice investitorima.

Nadalje, sudjelovanjem u financijskim aranžmanima MMFa, država primateljica ograničava svoju diskrecijsku moć oblikovanja ekonomske politike na one mjere koje su prethodno usuglašene s Fondom te se suočava s troškovima u slučaju njihovog neispunjavanja. Na ovaj način države primateljice pomoću vanjskog instrumenta pritiska pojačavaju predvidljivost svoje ekonomske politike[10], pa onda i investicijsku privlačnost. Kako kod SBA tipa aranžmana države snažnije ograničavaju svoju diskrecijsku moć oblikovanja ekonomske politike u odnosu na ECF s obzirom

[10] Borner et al. (1997) te Dhonte (1997) ukazuju da niska razina predvidljivosti ekonomske politike države primateljice predstavlja ključnu prepreku investicijama.

na snažniji naglasak na uvjetovanost te detaljniji karakter i veći broj uvjetovanosti, očekuje se i pozitivnija percepcija inozemnih investitora.

RAZINA UTJECAJA MMFa U TOM SMISLU:

Kako je kod SBA aranžmana snažniji naglasak na uvjetovanosti (detaljniji karakter, veći broj) prema ECF, relativno je snažniji utjecaj Fonda nad ekonomskom politikom zemlje primateljice, te je manja mogućnost njihovog neposluha i ogluhe.

Za razliku od ECF tipa aranžmana gdje se provedba uvjetovanosti prati i razmatra od strane Fonda na šestomjesečnoj osnovi (prethodno čak i na godišnjoj osnovi), SBA tip aranžmana podložan je praćenju i razmatranju od strane Fonda u intervalima od 3 mjeseca. Snažnija dinamika praćenja provedbe implicira i snažniji utjecaj Fonda, te može pozitivno djelovati na percepciju investitora.

Kako SBA aranžmane koriste relativno bogatije zemlje, smanjuje se Samaritanska dilema na strani Fonda, te povećava mogućnost aktiviranja negativnih posljedica u slučaju neispunjavanja predefiniranih mjera financijskog aranžmana.

3.3.3. EFF tip financijskih aranžmana

EFF financijski aranžmani imaju tzv. miješane karakteristike, tj. pojedina svojstva koja ih čine sličnima SBA aranžmanima, ali i ona koja ih čine sličnima ECF aranžmanima. EFF financijski aranžmani, zato, ne daju jednoznačnu sliku potencijalnim investitorima - niti ih snažno obeshrabrujući, niti ih snažno potičući. Stoga, za razliku od ostalih dvaju tipova financijskih aranžmana gdje je moguće jasno definirati teorijske predikcije vezano uz smjer učinka financijskih aranžmana Fonda na FDI, *a prirori* nije eksplicitan smjer katalitičkog učinka ovog tipa aranžmana na inozemne izravne investicije. U nastavku poglavlja ukratko se objašnjava zašto je to tako.

KARAKTERISTIKE:

Ovaj tip financijskih aranžmana u teoriji je namijenjen svim državama članicama, no koriste ga prvenstveno države srednje i visoke razine dohotka. Ovo je dugoročni, nekoncesivni tip zajma s prosječnim trajanjem 3-4 godine. Vrijeme otplate

je 4,5-10 godina nakon sklapanja zajma. Obično ima relativno veće iznose u odnosu na SBA.

RAZINA KREDIBILNOG OBVEZIVANJA ZEMLJE KORISINICE ZAJMA NA GOSPODARSKE PROMJENE:

Poput ECF aranžmana, EFF financijski aranžmani predstavljaju dugoročni tip zajma s dugoročnim dospijećem. Kumulativno promatrano, njihovi iznosi također su uobičajeno veći od onih u okviru SBA aranžmana. (Biglaiser i De Rouen 2010, p. 91). Ovakva dugoročna i velika injekcija inozemnog kapitala i dugo vrijeme otplate impliciraju da država neće u relativno skorije vrijeme biti u snažnijoj potrebi za inozemnim kapitalom, te je stoga manje vjerojatno da će se biti spremna snažnije obvezati na ustupke koji će joj omogućiti priljev inozemnog kapitala.

No, kao i kod SBA aranžmana, EFF aranžmani iziskuju provođenje tržišnih reformi u sklopu ekonomske politike zemlje korisnice prije aktivacije samog zajma (*prior actions*). Ovakva situacija doprinosi slanju snažnijeg signala predanosti tržišnoj politici od strane zemlje korisnice.

RAZINA UTJECAJA MMFa U TOM SMISLU:

S obzirom na veći naglasak na uvjetovanosti, kao i njihov veći broj i detaljniji karakter u odnosu na ECF tip financijskih aranžmana, u kontekstu EFF aranžmana Fond ima relativno snažniji utjecaj nad ekonomskom politikom zemalja primateljica, što osigurava manju mogućnost njihovog neposluha i ogluhe na mjere ekonomske politike koje zastupa MMF.

Kako EFF aranžmane koriste relativno bogatije zemlje, smanjuje se Samaritanska dilema na strani MMFa, te povećava mogućnost i vjerojatnost aktiviranja negativnih posljedica u slučaju neispunjavanja predefiniranih mjera financijskog aranžmana. Ovakva situacija može povoljnije djelovati na percepciju inozemnih investitora vezano uz mogućnost provedbe deklariranih tržišnih promjena od strane države korisnice.

Ključne ideje iz poglavlja 3.3. moguće je sažeti na sljedeći način:

Tablični prikaz 1 daje kratki sažetak triju tipova financijskih aranžmana, njihovih pojedinačnih karakteristika i rezultirajućih implikacija vezano uz odgovarajuću razinu 1) kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice na tražene reforme te 2) utjecaja MMFa u tom smislu.

Iz ove tablice je vidljivo da zbog svojeg duljeg trajanja i vremena krajnjeg dospijeća (kao i postojanja počeka) u usporedbi sa SBA tipom aranžmana, zemlje korisnice ECF tipa aranžmana neće u tako skorom razdoblju biti u potrebi za novom eksternom likvidnošću. Ovakva situacija smanjuje vjerojatnost njihovog kredibilnog obvezivanja na tražene ekonomske promjene (reforme) i ustupke kako bi privukle inozemne investitore (Biglaiser i De Rouen 2010). K tome, u slučaju ECF tipa aranžmana, zemlje korisnice imaju snažniji utjecaj nad uvjetovanošću financijskog aranžmana u usporedbi sa SBA tipom, što također smanjuje vjerojatnost da će unutra uvrstiti potencijalno bolne, no potrebne ekonomske reforme u svrhu adresiranja ekonomskih ranjivosti (Vreeland 2003). Sve navedeno smanjuje vjerojatnost kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice ECF tipa aranžmana na tražene ekonomske promjene. Nadalje, smanjeni broj uvjetovanosti i njihov vrlo općenit karakter kao i smanjena zahtjevnost dinamike praćenja provedbe ECF aranžmana, rezultiraju smanjenim utjecajem MMFa u tom smislu, što daje više prostora zemljama korisnicama ovog tipa aranžmana da zanemare MMFove upute (Bird and Rowlands 2007, Biglaiser i De Rouen 2010).

SBA tip aranžmana karakteriziraju suprotne značajke – kraće vremensko trajanje aranžmana kao i kraće razdoblje dospijeća. Ovakva situacija povećava vjerojatnost potrebe za novim injekcijama eksterne likvidnosti u relativno skorijem roku od strane zemalja korisnica SBA tipa aranžmana. Stoga se povećava i vjerojatnost njihovog kredibilnog obvezivanja na tražene ekonomske promjene (reforme) i ustupke kako bi privukle inozemne investitore. Nadalje, isplate pojedinih tranši aranžmana uvjetovane su provedbom tzv. prethodnih aktivnosti (*prior actions*), što također doprinosi slanju snažnijeg signala o predanosti zemlje-korisnice. Zahtjevnija dinamika praćenja provedbe (svaka 3 mjeseca) kao i snažniji angažman MMFa u smislu definiranja uvjetovanosti povećavaju utjecaj Fonda u smislu stvaranja poticaja za zemlju korisnicu za kredibilno obvezivanje na reforme.

EFF tip financijskih aranžmana Fonda karakteriziraju miješane značajke (Barro i Lee 2005 te Biglaiser i De Rouen 2010) vezano uz promatrana 2 čimbenika. Ovaj tip aranžmana tako ima duže vrijeme trajanja te veći iznosi u odnosu na SBA. No s druge strane, karakteriziraju ga i potreba za provedbom prethodnih aktivnosti te snažnija uvjetovanost, poput SBA aranžmana.

Temeljem svega navedenog, moguće je oblikovati sljedeća **očekivanja vezano uz predviđeni katalitički učinak ovih triju tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija (tablični prikaz 2):**

1. ECF tip financijskih aranžmana po svojoj strukturi i karakteristikama implicira nisku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene odnosno slab utjecaj Fonda u tom smislu. Stoga se u ovom slučaju očekuje negativan katalitički učinak na priljev inozemnih izravnih investicija.
2. Kod SBA tipa financijskih aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama implicira visoku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene i snažan utjecaj Fonda u tom smislu, očekuje se pozitivan katalitički učinak na priljev inozemnih izravnih investicija.
3. EFF tip financijskog aranžmana ima tzv. miješane karakteristike u tom smislu, te nije a priori moguće definirati očekivanja vezano uz postojanje katalitičkog učinka na priljev inozemnih izravnih investicija.

Tablični prikaz 1: Pojedinačni tipovi financijskih aranžmana Fonda prema karakteristikama, razini kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene te razini utjecaja Fonda u tom smislu (sažetak)[11]

Tip aranžmana MMFa	karakteristike	kredibilno obvezivanje zemalja korisnica na tražene ekonomske promjene	utjecaj MMFa u smislu stvaranja poticaja za zemlje korisnice na kredibilno obvezivanje
ECF		**NISKA RAZINA**	**NISKA RAZINA**
	dugoročni koncesivni tip zajma, prosječno trajanje do 5 godina, razdoblje dospijeća do 10 godina, korisnici niske razine dohotka.	dulje trajanje i razdoblje dospijeća (vs. SBA), zemlja korisnica neće skoro trebati novu injekciju inozemnog kapitala, implicira smanjenu vjerojatnost snažnijeg obvezivanja na tražene ekonomske promjene i ustupke u svrhu privlačenja FDI. zemlje korisnice imaju snažniji utjecaj nad uvjetovanošću-uvjeti manje detaljni, općeniti, manji broj-smanjena vjerojatnost uključivanja bolnih ali potrebnih promjena.	dinamika praćenja zajmova od strane MMFa je manje zahtjevna (svakih 6-12 mjeseci). malobrojnija i manje snažna uvjetovanost implicira nižu razinu utjecaja Fonda-povećana vjerojatnost zanemarivanja uputa Fonda od strane zemlje korisnice.
SBA		**VISOKA RAZINA**	**VISOKA RAZINA**
	kratkročni nekoncesivni tip zajma, prosječno trajanje 1-1,5 godina, razdoblje dospijeća 3,25-5 godina, manji iznosi vs. EFF, korisnici srednje i niže razine dohotka.	kraće trajanje i razdoblje dospijeća (vs. ECF) implicira veću vjerojatnost snažnijeg obvezivanja na tražene ekonomske promjene. zemlje sa snažnim, akutnim platnobilančnim ranjivostima, potrebna provedba prethodnih aktivnosti, detaljnija i snažnija uvjetovanost-povećana vjerojatnost obvezivanja na tražene promjene te pojačane predvidljivosti ekonomske politike u zemljama korisnicama.	zahtjevnija dinamika praćenja zajmova od strane MMFa (svaka 3 mjeseca). snažnija i detaljnija uvjetovanost implicira višu razinu utjecaja Fonda, manja vjerojatnost zanemarivanja uputa Fonda od strane zemlje korisnice.
EFF		**MIJEŠANA RAZINA**	**MIJEŠANA RAZINA**
	dugoročni, nekoncesivni zajam, prosječno trajanje 3-4 godine, razdoblje dospijeća 4,5-10 godina, veći iznosi vs. SBA	dulje trajanje, veći iznosi te dulje razdoblje dospijeća (vs. SBA)-zemlja korisnica neće skoro trebati novu injekciju inozemne likvidnosti, implicira smanjenu vjerojatnost snažnijeg obvezivanja na tražene ekonomske promjene u svrhu privlačenja FDI.	snažnija i detaljnija uvjetovanost implicira višu razinu utjecaja Fonda, manja vjerojatnost zanemarivanja uputa Fonda od strane zemlje korisnice.

Izvor: obrada autorice

[11] Detaljniji tablični prikaz pojedinačnih tipova financijskih aranžmana Fonda prema karakteristikama, razini kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene te rzaini utjecaja Fonda u tom smislu dan je u prilogu 1 doktorskog rada.

Tablični prikaz 2: Predikcije katalitičkog učinka pojedinačnih triju tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija

Tip aranžmana MMFa	Kredibilno obvezivanje zemalja korisnica na tražene ekonomske promjene	Utjecaj MMFa u smislu stvaranja poticaja za zemlje korisnice na kredibilno obvezivanje	Očekivani katalitički učinak	Procijenjeni katalitički učinak
ECF	niska razina	niska razina	-	-
SBA	visoka razina	visoka razina	+	+
EFF	miješana	miješana	/	-

Izvor: obrada autorice

4. ANALIZA KATALITIČKOG UČINKA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEV INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA U ZEMLJAMA SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE

Četvrto poglavlje usmjereno je na empirijsko testiranje središnjih pitanja ovog istraživanja – postoji li katalitički učinak Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u CESEE regiji te ukoliko je to slučaj koji su neki od čimbenika koji mogu doprinijeti njegovu postojanju? Međutim, odgovor na ova pitanja nije jednostavan. Znanstvena istraživanja sa svrhom evaluacije utjecaja Fonda na različite makroekonomske agregate susreću se s izazovom selekcijske odnosno endogene pristranosti. Pregled relevantnih znanstvenih pristupa ukazuje kako je primjereno u kontekstu ovog istraživanja koristiti model tretmanskog efekta, osiguravši pritom i adekvatan oblik te vrstu podataka. Nakon odabira primjerenog modela te kombinacija presječnih podataka i vremenskih serija moguće je pristupiti ekonometrijskom testiranju u svrhu dokazivanja PH1 te PH2 kao i testiranju osjetljivosti dobivenih rezultata.

4.1. Ekonometrijska metodologija

4.1.1. Odabir modela

Kako bi se adresirala relevantna pitanja vezano uz utjecaj Fonda na priljev FDI u promatranoj skupini zemalja, potrebno je empirijskim putem testirati ovaj odnos. U idealnom slučaju znanstvenici bi procijenili razliku između priljeva FDI u promatranoj zemlji u godini t u slučaju sudjelovanja u financijskom aranžmanu Fonda te priljeva FDI u promatranoj zemlji u istom vremenskom razdoblju u slučaju nesudjelovanja u takvom aranžmanu. No, kako u istom razdoblju nisu moguće alternativne realnosti (tj. sudjelovanje i nesudjelovanje u financijskom aranžmanu Fonda za promatranu zemlju), znanstvenici su se okušali s različitim pristupima ovakvom metodološkom izazovu.

Općenito uzevši, stoga u znanstvenoj literaturi postoje različite strategije kojima se pokušava istražiti utjecaj financijskih aranžmana MMFa na pojedine makroekonomske agregate: **1. pristup „prije i poslije“ *(before and after approach*)** – implicira pretpostavku da su okolnosti koje mogu utjecati na ekonomske rezultate države jednake prije i poslije sudjelovanja države u financijskom aranžmanu MMFa. Stoga se pretpostavlja da je bilo koja promjena u ekonomskim rezultatima države rezultat financijskog aranžmana MMFa. Ova metoda podložna je pristranim rezultatima slijedom promjena u ekonomskoj strukturi države ili eksternih šokova koji nisu povezani sa sudjelovanjem države u financijskom aranžmanu MMFa.

Stoga je u znanstvenoj literaturi uveden **2**. **pristup u kojem se uspoređuju države koje sudjeluju s državama koje ne sudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda (*with and without approach*).** Utjecaj financijskih aranžmana Fonda mjeri se kao razlika između prosječnog priljeva FDI između država koje sudjeluju i onih koje ne sudjeluju u aranžmanima MMFa. Međutim i ovaj pristup rezultira pristranim rezultatima jer ne uzima u obzir selektivnost tj. endogenost.

Naime, sudjelovanje država u financijskim aranžmanima MMFa nije slučajan događaj. Države koje sudjeluju u ovakvim aranžmanima sustavno se razlikuju od država koje u njima ne sudjeluju (IMF 2013, Oberdabernig 2013, Vreeland 2003, Woo 2013). Tako npr. može postojati veća vjerojatnost da će države koje karakterizira financijska kriza sudjelovati u programu MMFa u odnosu na one kod kojih to nije slučaj. Prihvatimo li pretpostavku da financijska kriza i prisutnost programa MMFa mogu zasebno djelovati na priljev inozemnih investicija, metodološko agregiranje ovih dvaju pojavnosti može dovesti do statistički pristranih zaključaka. U ovom slučaju postoji rizik pripisivanja uzroka određene razine priljeva FDI financijskom aranžmanu MMFa umjesto karakteristikama države (financijska kriza) koje su dovele do MMFovog angažmana u promatranim državama.

Stoga je u ekonometrijskoj procjeni utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljev FDI potrebno razlikovati između opaženih karakteristika koje su dovele do angažmana Fonda od samog angažmana Fonda (u njihovim utjecajima na priljev FDI). To je suština **3. pristupa koji adresira selekciju u aranžmane Fonda temeljem opaženih karakteristika država *(controlling for selection on observed variables).*** Nakon što su opažene karakteristike na odgovarajući način adresirane, pretpostavlja se da utjecaj Fonda na priljev FDI predstavlja razliku između prosječnog

priljeva FDI u državama koje sudjeluju i u onima koje ne sudjeluju u aranžmanima Fonda.

U tom kontekstu primjenjuje se model **propensity score matching** – temelji se na statističkim usporedbama dvaju skupina država u dva koraka: prvo se procjenjuje vjerojatnost sudjelovanja države u fin. aranžmanu MMFa uvjetovana opaženim ekonomskim i političkim karakteristikama države. Potom se temeljem ovih vjerojatnosti (*propensity scores*) sparuju države koje sudjeluju i one koje ne sudjeluju u financijskim aranžmanima MMFa te formiraju kontrolnu skupinu. Ovdje je moguće spomenuti i **model temeljen na korištenju instrumentalnih varijabli** koje su korelirane sa sudjelovanjem u financijskim aranžmanima MMFa, ali ne i sa priljevom inozemnog kapitala (Barro i Lee 2005). Poteškoće povezane s ovom metodom proizlaze iz teškoće identificiranja valjanih instrumentalnih varijabli.

Međutim, treba naglasiti da se strategije korištenja *propensity score matchinga* kao i instrumentalnih varijabli temelje na statističkim korekcijama za pristranost koja proizlazi iz opaženih karakteristika promatranih država[12], a koje utječu na sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa. Poteškoće s ovim pristupom proizlaze iz njegove pretpostavke da su neopažene karakteristike koje utječu na priljev inozemnog kapitala jednake za države koje sudjeluju i one koje ne sudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda.

No, u suvremenoj znanstvenoj literaturi o utjecaju financijskih aranžmana MMFa na makroekonomske pokazatelje države, etablirala se činjenica da na sudjelovanje država u financijskim aranžmanima MMFa mogu djelovati i faktori koje nije moguće opažati (tzv. *unobservable factors*). Ovdje se često navodi kao primjer politička motivacija države (*political will*) (Vreeland 2003, Oberdabernig 2013, Bauer, Cruz i Graham 2012).

Tako Bauer i suradnici (2012) ukazuju kako može postojati veća vjerojatnost za države sa snažnom političkom motivacijom da se podvrgnu kratkoročnim

[12] U kontekstu korištenja instrumentalnih varijabli, Van der Veer i de Jong (2013 p.391) u svom članku navode kako strategija instrumentalnih varijabli korigira za opažene razlike između država koje sudjeluju i onih koje ne sudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda. Jednaku tvrdnju navodi i Roman (2004, p. 33) u svojoj knjizi. No, Baum (2006) tvrdi kako instrumentalne varijable mogu korigirati i za razlike u neopaženim varijablama. Ipak, čak i pod takvom pretpostavkom, korištenje takve strategije nije pogodno za ovaj doktorski rad s obzirom da Ettner (2012) te Dreher i Sturm (2012) u svojim radovima nalaze kako korištenje instrumentalnih varijabli može biti problematično kada je endogeni regresor (op.a. što je u ovom radu slučaj) ili zavisna varijabla binarne prirode, te je u tom kontekstu preporučljivo korištenje modela tretmanskog efekta.

ekonomskim troškovima kao i troškovima suverenosti povezanim sa sudjelovanjem u financijskim aranžmanima Fonda u svrhu ostvarivanja dugoročnih koristi. Politička motivacija može isto tako nezavisno djelovati na priljev inozemnog kapitala. Ukoliko npr. postoji manja vjerojatnost za države sa snažnom političkom motivacijom da pribjegnu ekonomskim politikama sa svrhom eksproprijacije inozemnih investicija, onda će takve države vjerojatnije primiti veće količine inozemnog kapitala. Dakle, politička motivacija predstavlja jednu od neopaženih varijabli koja može djelovati na sudjelovanje država u financijskima aranžmanima Fonda, a isto tako može zasebno djelovati i na priljev inozemnog kapitala tj. inozemnih izravnih investicija. Metodološki pristup koji zanemaruje ovaj problem endogenosti može dovesti do pristranih i nekonzistentnih rezultata. (Vreeland 2003; Bauer i suradnici 2012).

U cilju adresiranja ovog problema u suvremenoj znanstvenoj literaturi koristi se 4. **pristup koji kontrolira i za neopažene varijable – tj. model tretmanskog efekta (*treatment effect*)**. Ovaj model eliminira utjecaj ne-slučajne selekcije država koje sudjeluju u financijskim aranžmanima MMFa, uzimajući u obzir kako opažene tako i neopažene faktore. Preostala razlika u priljevu inozemnog kapitala između država koje sudjeluju ili ne sudjeluju u financijskim aranžmanima MMFa je stoga rezultat samog financijskog aranžmana MMFa. (Oberdabernig 2013).

Dani pregled znanstvenih pristupa ukazuje kako je primjereno u kontekstu ovog istraživanja koristiti model tretmanskog efekta.

4.1.2. Karakteristike modela

Model tretmanskog efekta pripada skupini modela koji adresiraju selektivnost u promatranom uzorku (*sample-selection models*). Heckman (1976, 1978) se smatra idejnim začetnikom ovog modela, a Maddala (1983), Cameron i Trivedi (2005), Wooldridge (2010) te Greene (2012), matematički izvode i detaljnije razrađuju njegove postavke. Model tretmanskog efekta adresira problem endogenosti vodeći računa o opaženim i neopaženim faktorima koji djeluju na sudjelovanje u aranžmanima Fonda i priljev FDI.

Sastoji se od dvije jednadžbe: jednadžbe tretmanskog efekta te selekcijske jednadžbe. Primarno nas zanima utjecaj endogenog binarnog tretmana, z_j, na kontinuiranu varijablu y_j, uvjetovano nezavisnim varijablama x_j te w_j. Stoga je potrebno procijeniti regresijsku funkciju

$$y_j = \beta x_j + \delta z_j + \varepsilon_j \qquad jednadžba\ tretmanskog\ efekta\ (1)$$

pri čemu je

y_j - kontinuirana zavisna varijabla (priljev FDI)

z_j - endogena dummy varijabla koja označava sudjelovanje ili nesudjelovanje u tretmanu (tj. financijskom aranžmanu MMFa)

δ - koeficijent koji procjenjuje utjecaj endogenog binarnog tretmana na zavisnu varijablu (kvantifikacija utjecaja MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija tj. mjera katalitičkog učinka Fonda)[13]

x_j - vektor eksplanatornih varijabli,

β - njegov odgovarajući koeficijent,

ε_j – slučajna greška[14] (*error term*).

Binarna odluka vezano uz sudjelovanje u tretmanu z_j modelira se kao ishod neopažene latentne varijable z_j*. Pretpostavlja se da je z_j* linearna funkcija egzogenih kovarijata w_j te slučajne greške u_j. Stoga,

$$z_j^* = \gamma w_j + u_j \qquad selekcijska\ jednadžba\ (2)$$

z_j* – neopažena latentna varijabla

w_j – vektor kovarijata

γ – njegov odgovarajući koeficijent

u_j – slučajna greška

[13] Ukoliko je negativan i statistički signifikantan, katalitički učinak Fonda je negativan tj. sudjelovanje u financijskom aranžmanu Fonda dovodi do smanjenja priljeva inozemnih izravnih investicija u promatranom uzorku.

[14] Uz izraz slučajna greška, moguće je koristiti i izraz greška relacije.

Pritom je opažena odluka vezano uz sudjelovanje u tretmanu

$$z_j = \begin{cases} 1, \ ako \ z_j^* > 0 \\ 0, \ inače \end{cases}$$

Sustav jednadžbi (1) i (2) temelji se na sljedećim pretpostavkama:

- bivariatna normalna distribucija slučajnih greški u_j te ε_j;
- sredina greške jednaka nuli;
- homoskedastičnost $Var\left(\varepsilon_j\right) = \sigma^2$; $Var\left(u_j\right) = 1$;
- $Cov\left(\varepsilon_j, u_j\right) = \rho\sigma$.

Također, slijedeći pristup autora Bauer, Cruz i Graham (2012), Biglaiser i De Rouen (2010), Jensen (2006), Edwards (2006) te Bird i Rowlands (2009) kao i Van de Veer i de Jong (2013), eksplanatorne varijable uvrštavaju se u model s vremenskim pomakom (*time lag*) u odnosu na zavisne varijable kako bi se adresirao potencijalni problem reverzne kauzalnosti.

4.1.2.1. Procjenitelji

Greene (2012) i Wooldridge (2012) također navode kako je model moguće procijeniti koristeći dvofazni procjenitelj (*two-step estimator*) ili procjenitelj najveće vjerodostojnosti (*maximum likelihood estimator*).

<u>Dvofazni procjenitelj (TSE):</u>

Tijekom prve faze, u selekcijskoj jednadžbi, korištenjem probit modela predviđa se vjerojatnost sudjelovanja u financijskom aranžmanu Fonda. Temeljem ovih rezultata računa se tzv. stopa hazarda (inverzni Mills omjer). Stopa hazarda potom se uvrštava kao dodatni regresor u jednadžbu tretmanskog efekta gdje kontrolira za selektivnost koja proizlazi iz neopaženih karakteristika koje djeluju na

sudjelovanje država u financijskim aranžmanima MMFa. Ukoliko je koeficijent stope hazarda statistički značajan, postoji endogenost koja proizlazi iz neopaženih varijabli koje djeluju kako na sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda tako i na priljev inozemnog kapitala, pa je stoga i znanstveno utemeljena upotreba ovakvog modela.

Procjenitelj najveće vjerodostojnosti (MLE):

Upotrebom te metode istovremeno se procjenjuju selekcijska jednadžba te jednadžba tretmanskog efekta. Na temelju opažanja iz uzorka odaberu se one procjene nepoznatih parametara za koje je vjerojatnost (zajednička funkcija gustoće vjerojatnosti) dobivanja vrijednosti iz uzorka maksimalna. Dakle, polazeći od vrijednosti iz uzorka definira se zajednička funkcija gustoće vjerojatnosti opažanja iz uzorka tj. funkcija vjerodostojnosti izražena kao funkcija nepoznatih parametara za dana opažanja iz uzorka. Metodom najveće vjerodostojnosti „traže“ se one vrijednosti parametara za koje će vrijednost funkcije vjerodostojnosti biti maksimalna tj. one vrijednosti parametara koje maksimiziraju tu funkciju.

Upotreba obaju metoda ugrađena je u software paket Stata koji se koristi za statističku obradu podataka u ovom znanstvenom istraživanju.

Odluka o upotrebi jednog ili drugog procjenitelja određena je izborom između učinkovitosti i statističke snage. Wooldridge (2010, p. 808) kao i Cameron i Trivedi (2005, p. 550-551) naglašavaju sljedeće:

ML procjenitelj statistički je učinkovitiji pod pretpostavkom bivariatne normalne distribucije greški relacije dvaju jednadžbi, no on istovremeno ima i manju statističku snagu s obzirom da se oslanja na snažnije pretpostavke vezano uz normalnu distribuciju ε_j te u_j[15]. K tome, prilikom upotrebe ove metode ponekad dolazi do nemogućnosti konvergiranja modela.

Slijedom navedenog, u ovom znanstvenom istraživanju bit će upotrjebljena oba procjenitelja. U poglavlju 4.3. doktorske disertacije upotrijebit će se TS procjenitelj, dok će se u poglavlju 4.4. upotrijebiti ML procjenitelj. Ovim putem također će se testirati i snaga modela, s obzirom da bi upotreba jednog ili drugog procjenitelja trebala dovesti do kvalitativno neizmijenjenih rezultata.

[15] TSE implicira sljedeće pretpostavke: ε_j i u_j nezavisni o eksplanatornim varijablama, sa sredinom nula te $u_j \sim N(0,1)$. MLE pak zahtjeva sljedeće pretpostavke: ε_j i u_j imaju bivariatnu normalnu distribuciju sa sredinom nula, $u_j \sim N(0,1)$, $\varepsilon_j \sim N(0, \sigma^2)$, corr $(u_j, \varepsilon_j) = \rho$.

4.1.2.2. Ekskluzijska restrikcija

Ekskluzijska restrikcija odnosi se na identificiranje jedne ili više varijabli koje su korelirane sa zavisnom varijablom u selekcijskoj jednadžbi tj. endogenim binarnim tretmanom, no ne i sa zavisnom varijablom u jednadžbi tretmanskog efekta. (Biglaiser i De Rouen 2010; Oberdabernig 2013).

Formalno promatrano, model tretmanskog efekta je moguće identificirati i bez upotrebe ekskluzijske restrikcije (Wooldridge 2010, p. 806-809). No, u tom slučaju snažno se oslanjamo na (neprovjerljive) pretpostavke o zajedničkoj distribuciji greški relacije (Ettner 2012), a također su moguće poteškoće vezano uz kolinearnost, pa onda i velike standardne pogreške te rezultirajuća nepreciznost procjene modela (Puhani 2000). Stoga se preporuča upotreba ekskluzijske restrikcije (Wooldridge 2010, p. 806-809). Pritom je ekskluzijsku restrikciju potrebno prvo kvalitetno argumentirati iz teorijske perspektive, a potom je i na odgovarajući način ekonometrijski testirati (Lin 2007). Takav pristup bit će upotrjebljen i u ovom znanstvenom radu.

~ · ~

Zaključno, model tretmanskog efekta obuhvaća dvije jednadžbe pomoću kojih se procjenjuje utjecaj endogenog binarnog tretmana (sudjelovanje u financijskom aranžmanu Fonda) na kontinuiranu zavisnu varijablu (priljev inozemnih izravnih investicija). Pri tome je sudjelovanje u financijskom aranžmanu MMFa moguće okarakterizirati kao endogenu dummy varijablu (Maddala 1983).

Kako model tretmanskog efekta kontrolira za selektivnost tj. endogenost, koeficijent (δ) uz dummy varijablu sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa u jednadžbi tretmanskom efekta može se interpretirati kao utjecaj sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija tj. mjera katalitičkog učinka Fonda. (Greene 2012, Wooldridge 2010)

Ukoliko je ovaj koeficijent statistički značajan i pozitivan, financijski aranžmani Fonda dovode do povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe – tj. postoji pozitivan katalitički učinak Fonda, ukoliko je pak ovaj koeficijent statistički značajan i negativan financijski aranžmani Fonda

dovode do smanjenog priljeva inozemnih izravnih investicija u promatranom uzorku te je katalitički utjecaj Fonda negativan.

4.2. Podaci

Kao što je vidljivo iz poglavlja 4.1., u selekcijskoj jednadžbi koja modelira vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa potrebno je testirati ključne odrednice aranžmana s Fondom, dok je u jednadžbi tretmanskog efekta koja identificira utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija potrebno i kontrolirati za neke od ključnih odrednica priljeva inozemnih izravnih investicija.

U nastavku se stoga, nakon osvrta o dostupnosti, pristupu i obradi korištenih podataka, daje kratki prikaz najčešće korištenih i statistički značajnih varijabli odrednica sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa, te priljeva FDI. Potom se detaljnije opisuju varijable korištene u ovom doktorskom istraživanju i njihove teorijske postavke.

4.2.1. Osvrt o dostupnosti, pristupu i obradi podataka

U ovom doktorskom istraživanju ekonometrijski je testirano gotovo 100 različitih vremenskih serija za 17 presječnih jedinica tj. promatranih zemalja Srednje i Jugoistočne Europe na godišnjoj razini u razdoblju od 1990. do 2013. godine. Svi testirani podaci temelje se na međunarodno priznatim primarnim izvorima podataka koji se koriste u znanstvenim istraživanjima iz područja političke ekonomije i međunarodne (financijske) makroekonomije, objavljenima u međunarodno priznatim časopisima i monografijama.

Pojedine primarne podatke vezane uz specifičnu tematiku koja se obrađuje ovom doktorskom istraživanju karakteriziraju ograničenja u njihovoj izravnoj dostupnosti i pristupu, posebice za istraživača u regiji Srednje i Jugoistočne Europe odnosno Hrvatskoj. Prema autoričinim saznanjima ova tematika do sada nije obrađivana u javno dostupnim znanstvenim istraživanjima za područje Srednje i Jugoistočne Europe, pa istraživači iz ove regije nisu uključeni u znanstvene projekte i skupine koje prikupljaju, sistematiziraju te kreiraju baze odgovarajućih podataka, a i sami podaci ovakvog tipa stoga često ne uključuju zemlje Srednje i Jugoistočne Europe, posebice one koje nisu članice Europske unije ili Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD), a obrađuju se u ovom doktorskom istraživanju. Ovakvim poteškoćama u znanstvenom istraživanju potrebno je pridodati i financijska

ograničenja znanstvenih institucija i javnih ustanova financiranih sredstvima državnog proračuna RH, koja im stoga otežavaju pristup pojedinim međunarodno korištenim bazama podataka primarnog i sekundarnog karaktera. Sve navedeno doprinosi stvaranju potpunije predodžbe o podatkovnim i metodološkim ograničenjima koje je potrebno adresirati u znanstvenom istraživanju ovog tipa.

Tako su podaci o financijskim aranžmanima MMFa koje je samostalno prikupila te obradila autorica naknadno provjereni te u pojedinim aspektima nadopunjeni podacima koje joj je ustupio profesor A. Dreher sa Sveučilišta Heidelberg te CEPR i CESIfo instituta. Spomenuti podaci su u privatnom vlasništvu profesora Drehera, koji ih je prikupio zajedno s kolegama – profesorom J. Vreelandom sa Sveučilišta Georgetown te profesorom JE Sturmom s KOF Instituta za ekonomiju (KOF Swiss Economic Institute). Ova tri autora svoje podatke su prikupila temeljem posebne dozvole kojom su ostvarili pristup internim arhivima podataka MMFa u Washingtonu, te ih koriste u svojim znanstvenim istraživanjima međunarodnih (financijskih) organizacija. K tome, podatke o glasovanju u Općoj skupštini Ujedinjenih Naroda (UNGA), koje predstavlja jednu od važnih mogućih odrednica sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa, također su ustupili profesor Dreher te profesor Sturm.

Nadalje, značajan broj ekonomskih varijabli testiranih tijekom ovog istraživanja temelji se na interaktivnoj bazi makroekonomskih podataka za zemlje Srednje i Jugoistočne Europe koju kontinuirano oblikuje i nadopunjuje Institut za međunarodne ekonomske studije iz Beča (*The Vienna Institute for International Economic Studies-WIIW*), a koji predstavlja jedan od izvora ekspertize za zemlje spomenute regije. Ovakvi primarni podaci prikupljeni su uz podršku profesora D. Sundaća, a temeljem posebne dozvole WIIW Instituta. Podaci o priljevima inozemnih izravnih investicija iz Sjedinjenih Američkih Država (SAD) u promatrane zemlje Srednje i Jugoistočne Europe koji su bili potrebni za argumentaciju primjerenog odabira pojedinih ekskluzijskih restrikcija vezano uz dokazivanje pomoćne hipoteze 1, također su prikupljeni uz podršku profesora D. Sundaća, a temeljem posebne dozvole WIIW Instituta. Nakon njihovog prikupljanja, autorica je provela odgovarajuću obradu te izračune u svrhu obrazloženja razloga za odabir kvalitetne ekskluzijske restrikcije, što je detaljnije obrađeno u Poglavlju 4.3. „(Rezultati istraživanja vezano uz) dokazivanje pomoćne hipoteze 1 ovog dokumenta“. Uz navedeno, vremenske serije za globalne

realne dugoročne kamatne stope u ovom istraživanju temelje se na primarnim podacima iz AMECO interaktivne baze makroekonomskih podataka na godišnjoj razini u vlasništvu Europske komisije (dijelovi ove baze podataka su i javno dostupni), a temeljem prethodnih konzultacija s predstavnicima Opće uprave za ekonomske i financijske poslove (*Directorate General Economic and Financial Affairs*) Europske komisije. Tu bazu podataka Europska komisija koristi kao temelj za svoj analitički rad i objavljena znanstvena istraživanja kao i službene dokumente.

Ovdje također treba spomenuti kako tražene podatke nije bilo dovoljno samo prikupiti već i na odgovarajući način obraditi, kako bi bili prikladni za korištenje u ovom doktorskom istraživanju. Tako su npr. podaci o sudjelovanju u financijskim aranžmanima Fonda u cjelini prikupljani izučavanjem ponaosob 23 godišnja izvješća MMFa za razdoblje od 1999. do 2013. godine (*IMF annual reports*), kao i pojedinačnih tjednih izvješća MMFa za razdoblje od 2000. do 2013. godine (*IMF weekly financial activities reports*). Kako su navedene informacije o financijskim aranžmanima Fonda u tekstualnom obliku, trebalo ih je na odgovarajući način transformirati u svrhu korištenja u istraživanju. Tako je temeljem spomenutih tekstualnih podataka, kreiran poseban excel dokument u kojem je za svaku pojedinačnu promatranu državu i godinu, sudjelovanje u (bilo kojem) aranžmanu Fonda prikazano dummy varijablom 1, a u protivnom 0, slijedeći pristup Vreelanda (2001, 2003), Jensena (2004, 2006), Bauer, Graham i Cruz (2012) te Bauer Racenberg (2011). Ovakva klasifikacija i kodiranje potom su provjereni temeljem podataka profesora A. Drehera. Potom su u svrhu provedbe drugog dijela istraživanja, financijski aranžmani Fonda raščlanjeni u tri osnovna tipa slijedeći pristup Biglaisera i De Rouena (2010), te je potom za svaki tip ponaosob za svaku od promatranih država i godina, po gore definiranom principu provedeno kodiranje putem dummy varijabli (0/1). Zatim je također izvršena naknadna provjera temeljem podataka profesora Drehera. Nadalje, podaci o varijabli za prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda također se temelje na obradi i izračunima autorice vezano uz podatke koji su prethodno prikupljeni za svaku pojedinačnu promatranu državu i godinu temeljem 23 godišnja izvješća MMFa te tjednih izvješća o financijskim aktivnostima MMFa. Primjerenu obradu primarnih podataka također je bilo potrebno provesti i za oblikovanje vremenskih serija o broju financijskih

aranžmana na snazi na globalnoj razini za pojedinačne godine istraživanog razdoblja.

Podatke o članstvu u Europskoj uniji također je samostalno prikupila i obradila autorica temeljem podataka Europske komisije. Nadalje, podaci vezano uz realne bruto plaće na godišnjoj razini nastali su obradom i izračunima autorice, a temeljem primarnih podataka iz WIIW baze makroekonomskih podataka. K tome, podaci o inozemnim rezervama promatranih zemalja na godišnjoj razini izraženim u mjesecima uvoza oblikovani su temeljem izračuna autorice, koristeći primarne podatke iz baze Svjetske banke World Development Indicators. Autorica je također samostalno obradila i primjereno prilagodila za korištenje podatke o izborima (parlamentarnim odnosno predsjedničkim) za svaku od promatranih zemalja i godina iz istraživanog uzorka, a temeljem primarnih informacija o datumu održavanja izbora Instituta za demokraciju i izbornu podršku iz Stockholma (*Institute for Democracy and Electoral Assistance*) nakon konzultacija s profesorom Dreherom.

Kako dosadašnja znanstvena istraživanja na temu utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnog kapitala često koriste značajan broj podataka iz baze Svjetske banke World Development Indicators (WDI), u svrhu usporedivosti ovog znanstvenog istraživanja za područje Srednje i Jugoistočne Europe sa spomenutim znanstvenim istraživanjima na globalnoj razini, gdjegod je bilo moguće testirani su i korišteni WDI podaci. Ipak, u određenim slučajevima podaci Svjetske banke imaju ograničen opseg (npr. podaci o saldu tekućeg računa platne bilance te inozemnom dugu) ili nisu dostupni (npr. plaće, jedinični trošak rada, dug opće države), te se u tom slučaju pristupilo potrazi za alternativnim izvorima podataka (u navedenim primjerima, podaci su prikupljeni u WIIW bazi podataka, te potom obrađeni, sistematizirani i testirani u doktorskom istraživanju).

Na kraju, valja spomenuti da je tijekom doktorskog istraživanja prikupljen te samostalno obrađen i kodiran i velik broj podataka za varijable koje se nakon višestrukih ekonometrijskih izračuna i testiranja nisu pokazale statistički značajnima za procijenjene modele (primjerice podaci o privremenom članstvu u Vijeću sigurnosti Ujedinjenih naroda, kvotama pojedinačnih država članica u MMFu, visini javnog duga promatranih zemalja, tipovima valutnog režima ili pak tipovima političkog režima).

Zaključno, tijekom doktorskog istraživanja, autorica je temeljem dubinske analize relevantne znanstvene literature prvo prikupila i uredila na odgovarajući način

podatke o potencijalno značajnim varijablama, a potom ih je primjereno numerički transformirala i klasificirala u svrhu kvantitativne obrade, te zatim sve objedinila u odgovarajuću excel bazu podataka. Nakon toga, podaci su na prikladan način sistematizirani i prikazani kako bi se iz excel oblika transformirali u oblik pogodan za korištenje ekonometrijskog softwarea Stata (Stata data file oblik). Tek nakon svega navedenog, bilo je moguće pristupiti ekonometrijskom dijelu istraživanja.

4.2.2. Općenito o varijablama odrednicama sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa

Temeljem postojeće literature varijable odrednice sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda moguće je podijeliti u ekonomske te političko-institucionalne. Moser i Sturm (2011), Berger, de Haan i Sturm (2005) te Steinwand i Stone (2008) predstavljaju ključne preglede literature u ovom kontekstu.

U tom smislu, **ekonomske varijable** koje reflektiraju relativno negativna (pozitivna) ekonomska kretanja u proučavanim gospodarstvima karakterizira pozitivni (negativni) očekivani predznak vezano uz vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Važne ekonomske varijable u ovom kontekstu su npr. ukupne inozemne rezerve ili BDP per capita. Tako npr. za države s niskom razinom inozemnih rezervi ili razvoja postoji veća vjerojatnost aranžmana s Fondom. Nadalje, postoje i druge ekonomske varijable koje mogu doprinijeti objašnjavanju sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Tako npr. visoka razina inozemnog duga ili servisiranja inozemnog duga kao i deficita na tekućem računu platne bilance mogu biti povezane s povećanom vjerojatnošću aranžmana Fonda, kao i pogoršanje u trgovinskim uvjetima. Nadalje, potrebno je spomenuti i varijable poput inflacije za koju nije a priori poznat očekivani predznak utjecaja s obzirom da kod država koje karakterizira visoka razina inflacije postoji veća potreba za sudjelovanjem u aranžmanima Fonda, no spremnost Fonda na osiguravanje takvog aranžman može biti manja. Visoka razina proračunskog deficita također može signalizirati veću vjerojatnost sudjelovanja u aranžmanima Fonda, kao i valutna kriza gdje MMF može djelovati kao „pozajmljivač posljednje nade“ (*lender of the last resort*).

Političko-institucionalne varijable su relativno odnedavna prisutne u znanstvenoj literaturi. Naime, među znanstvenicima postoji rastući konsenzus da sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda nije određeno isključivo

ekonomskim, već i političko-institucionalnim varijablama, pa stoga poduzimaju napore u svrhu njihovog definiranja i primjerene operacionalizacije. Ovdje se često spominje prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda. Rezultati empirijskih istraživanja ukazuju na višeznačnost očekivanog predznaka uz ovu varijablu. Tako postoje slučajevi u kojima sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda u prethodnim razdobljima povećava vjerojatnost sudjelovanja u takvim aranžmanima u sadašnjosti, što je zapravo u raskoraku s ciljem MMFa da osigura privremeno financiranje državama u platnobilančnim krizama. No, postoje i slučajevi sa suprotnim učinkom gdje prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda smanjuje vjerojatnost sudjelovanja u novom financijskom aranžmanu. Uz navedeno, važno je spomenuti i stupanj političkih konflikta u državi gdje, s jedne strane, mogućnost prevaljivanja krivnje za potrebne ekonomske prilagodbe na MMF može povećati vjerojatnost financijskog aranžmana s Fondom. No, s druge strane, politički troškovi pregovaranja i sklapanja financijskog aranžmana s Fondom mogu biti visoki i smanjiti vjerojatnost sudjelovanja u financijskom aranžmanu. Nadalje, potrebno je testirati i varijable koje reflektiraju geopolitički značaj pojedinačnih država. Tako npr. države koje karakterizira politička bliskost sa SADom kao najmoćnijom državom članicom MMFa (operacionalizirana kroz obrazac glasovanja pojedine države u skladu s glasovanjem SADa u Općoj skupštini Ujedinjenih naroda ili kroz privremeno članstvo u Vijeću sigurnosti Ujedinjenih naroda odnosno financijsko-tehničku pomoć SADa) karakterizira povećana vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Ovdje također treba spomenuti i važnost kvota pojedinačnih država članica u MMFu jer kvote mogu aproksimirati njihovu ekonomski ali i politički značaj u MMFu te broj trenutnih država korisnica aranžmana na globalnoj razini. K tome, treba istaknuti i da povezanost između termina održavanja izbora u pojedinoj državi te njenog sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda može ukazivati na postojanje političkih ciklusa – tako Vlada može pokušati putem financijskih sredstava aranžmana s Fondom financirati buduće tj. nadolazeće izbore ili pak u prvim godinama svog mandata sudjelovati u aranžmanu s Fondom nadajući se da će negativne konotacije reformi tj. aranžmana nestati kod birača prije dolaska novih izbora.

4.2.3. Općenito o kontrolnim varijablama vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija

Istraživanje odrednica FDI relativno je duže prisutno u znanstvenoj literaturi u odnosu na istraživanje odrednica financijskih aranžmana MMFa. U tom smislu, postoje i različite kategorizacije odrednica FDI koje se često međusobno nadopunjuju te formiraju temelj empirijskih istraživanja. Tako je ključne odrednice FDI moguće kategorizirati prema 1) motivaciji 2) eksternim (push) i internim (pull) faktorima te 3) ekonomskim naspram političko-institucionalnim čimbenicima. (Arbatli 2011, Amaya i Rowlands 2004, Ahmed, Arezki i Funke 2005, Tintin 2013, Ozcan i Sanchez 2014, Bevan i Estrin 2004, Estrin i Uvalić 2013). U nastavku se daje pregled ključnih odrednica FDI temeljem navedenih kategorizacija.

Prema **motivaciji**, FDI je moguće raščlaniti na one kojima je primarni motiv pronalazak novih tržišta (*market-seeking FDI*), potom na one motivirane potragom za resursima i imovinom (*resource and asset seeking FDI*) te na kraju i one koje pokreće potreba za jačanjem učinkovitosti (*efficiency-seeking FDI*). Kod FDI koji su prvenstveno okrenuti pronalasku i iskorištavanju novih tržišta ključne odrednice su ekonomski rast ili veličina tržišta. U takvom kontekstu, udaljenost može aproksimirati transakcijske troškove inozemnih investicija (no udaljenost se može operacionalizirati prvenstveno kod istraživanja koja se temelje na bilateralnim tijekovima FDI). FDI motivirani potragom za resursima nisu prvenstveno usmjereni opsluživanju lokalnog tržišta zemlje primateljice, već domaćeg tržišta zemlje investitora odnosno tržišta trećih zemalja. Bogatstvo prirodnih resursa te fizička infrastruktura u tom smislu predstavljaju važne odrednice takvog tipa FDI. Ovdje treba spomenuti i posebnu vrstu FDI motiviranog potragom za imovinom – naime, u tranzicijskim zemljama privatizacija također predstavlja jedno od mogućih objašnjenja ulaska FDI. Na kraju, tu su i FDI motivirani jačanjem učinkovitosti koji prvenstveno razmatraju potencijalno članstvo u regionalnim integracijama (EU) ili cijenu proizvodnih faktora (prilagođenih za razlike u produktivnosti).

Druga vrsta kategorizacije FDI razmatra **eksterne (*push*) i interne (*pull*) faktore** koji utječu na priljeve FDI. Globalni tj. eksterni faktori utječu na spremnost inozemnih investitora na financijski angažman u inozemstvu (te su egzogeni vezano uz stanje u zemlji primateljici). U ovom kontekstu, ključne varijable koje utječu na priljev inozemnog kapitala pa tako i FDI vezane su uz poslovne cikluse u razvijenim

tj. industrijaliziranim zemljama iz kojih dolazi inozemni kapital. Oni se obično aproksimiraju kroz globalne/međunarodne kamatne stope ili rast u razvijenim zemljama. S druge strane, interni faktori vezani su uz stanje u zemlji primateljici te se mahom odnose na varijable navedene u prethodnom odlomku.

Na kraju, potrebno je spomenuti i podjelu FDI prema **ekonomskim naspram političko-institucionalnim odrednicama.** Ekonomske odrednice odnose se na već spomenute varijable kao što su globalne kamatne stope ili rast u razvijenim zemljama, veličina ili rast lokalnih tržišta, odnosno ekonomski uvjeti u zemljama primateljicama. Varijable koje ukazuju na relativno pozitivna (negativna) ekonomska kretanja u proučavanim gospodarstvima mogu ukazivati i na pojačanu (smanjenu) spremnost inozemnih izravnih investitora na angažman u takvim lokacijama. Tako npr. pokazatelji koji ukazuju na negativne fiskalne trendove (npr. fiskalni deficit) ili pojačanu vanjsku ranjivost gospodarstava (vanjski dug, deficit na tekućem računu platne bilance) mogu odvratiti priljeve inozemnih izravnih investitora.

No, uz ekonomske odrednice inozemnog kapitala, pa tako i FDI, potrebno je spomenuti i one političko-institucionalnog tipa, čija se važnost također afirmira u znanstvenoj literaturi. Prema teorijsko-empirijskim saznanjima, viša kvaliteta političko-institucionalnih karakteristika zemlje doprinosi povećanom tijeku inozemnih investicija jer ovakve karakteristike također čine uvjete koje inozemni investitori razmatraju i vrednuju prilikom donošenja financijskih odluka. Ne postoji znanstveni konsenzus o jedinstvenom pokazatelju institucionalne kvalitete. Stoga različiti autori koriste različite pristupe i operativne varijable. Tako npr. neki koriste agregatne indekse poput indeksa ekonomskih sloboda. Drugi u ovom kontekstu odabiru pojedinačne političko-institucionalne komponente kao što su percepcija korupcije ili političke stabilnosti zemlje. U kontekstu istraživanja tranzicijskih zemalja potrebno je testirati i učinak procesa EU integracija tj. članstva u EU na priljev inozemnog kapitala. Također moguće testirati učinak procesa privatizacije koji je prisutan u tranzicijskim zemljama Srednje i Jugoistočne Europe, a koji je predstavljao mogućnost ulaska inozemnih izravnih investicija na takve lokacije.

4.2.4. Varijable korištene u doktorskom istraživanju (utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe) i njihove teorijske postavke[16]

- **SELEKCIJSKA JEDNADŽBA (modelira vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda):**

NEZAVISNE VARIJABLE:

Inozemne rezerve u mjesecima uvoza – kod država koje karakterizira smanjena razina međunarodnih rezervi u odnosu na uvoz, postoji povećana vjerojatnost nemogućnosti adresiranja platnobilančnih ranjivosti putem upotrebe inozemnih rezervi, kao i špekulativnih napada. Stoga u takvim slučajevima povećava i vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Knight i Santaella (1997), Moser i Sturm (2011), Berger, de Haan, Sturm (2005) potvrđuju negativan odnos između ove varijable i financijskih aranžmana MMFa.

BDP per capita – Knight i Santaella (1997) navode kako postoji povećana vjerojatnost za sudjelovanjem u financijskim aranžmanima Fonda za države koje karakterizira niska razina dohotka. One, često imaju ograničen pristup međunarodnim tržištima privatnog kapitala. K tome, mogu trebati i tehničku pomoć u izgradnji funkcionalnih institucija. Bird i Mosley (2009) komplementarno ovome navode da države s niskom razinom dohotka karakterizira visoka razina koncentracije izvoza, što vodi do povećane ranjivosti prema izvoznoj nestabilnosti, te teškoćama u brzoj ekonomskoj prilagodbi. Obično imaju i niže razine inozemnih rezervi te relativno slabiji pristup priljevima kapitala, stoga postoji povećana vjerojatnost njihovog sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Slijedom svega navedenog, očekuje se negativan odnos između ove varijable i financijskih aranžmana MMFa.

[16] U ovom znanstvenom istraživanju testiran je niz najčešće korištenih i značajnih varijabli u znanstvenoj literaturi na ovu temu. U poglavlju 4.2.4. navedene su i opisane one varijable koje su statistički značajne i važne iz teorijsko-ekonometrijskog aspekta.

Prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda - Rezultati empirijskih istraživanja ukazuju na višeznačnost očekivanog predznaka uz ovu varijablu. Tako postoje slučajevi u kojima sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda u prethodnim razdobljima povećava vjerojatnost sudjelovanja u takvim aranžmanima u sadašnjosti (Bird i Rowlands 2009, Jensen 2004, Berger, de Haan, Sturm 2005) što je zapravo u raskoraku s ciljem MMFa da osigura privremeno financiranje državama u platnobilančnim krizama. No, postoje i slučajevi sa suprotnim učinkom gdje prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda smanjuje vjerojatnost sudjelovanja u novom financijskom aranžmanu (Moser i Sturm 2011).

U okolnostima gdje sudjelovanje u financijskim aranžmanima karakterizira recidivizam, to je moguće objasniti perzistencijom negativnih ekonomskih uvjeta koji su potakli državu da potraži pomoć Fonda (Jensen 2004). Alternativno objašnjenje daje Vreeland (2003) koji navodi kako sklapanje financijskog aranžmana s Fondom implicira suverenitetne troškove za državu primateljicu. Sklopivši aranžman s Fondom, Vlada je pristala na niz uvjeta i ograničenja vezano uz svoju makroekonomsku politiku. Jednom kada Vlada pretrpi ovakve troškove (npr. sklopivši aranžman u razdoblju t-1), granični trošak novog aranžmana s Fondom (i pratećih ograničenja) u razdoblju t je relativno nizak.

Broj država angažiranih u financijskim aranžmanima MMFa - broj država koje sudjeluju u aranžmanima Fonda u promatranoj godini također može predstavljati jednu od značajnih odrednica u selekcijskoj jednadžbi. Međutim očekivani predznak uz ovu varijablu nije u potpunosti jednoznačan. Przeworski i Vreeland (2000) potvrđuju kako postoji negativan odnos između ove varijable i vjerojatnosti sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Naime, iz perspektive znanstvenog pravca javnog izbora (*public choice view*) MMF nastoji maksimizirati vlastitu važnost, prestiž te financijska sredstva na svom raspolaganju. U tom smislu, veliki broj postojećih država korisnica aranžmana smanjuje vjerojatnost sudjelovanja država u novim aranžmanima jer su potrebe za promicanjem vlastitih interesa MMFa, pa tako i zajmova zadovoljene, a njegova proračunska ograničenja izraženija. S druge strane, Oberdabernig (2013) navodi kako može postojati pozitivan odnos između dvaju gore navedenih varijabli. Broj država angažiranih u financijskim aranžmanima Fonda predstavlja aproksimaciju globalnih ekonomskih kretanja. Iz perspektive znanstvenog

pravca funkcionalizma (*funcionalist view*), što su ova kretanja negativnija, to je veća vjerojatnost sudjelovanja država u financijskim aranžmanima Fonda jer on obavlja zadaću „pomagača u ekonomskim krizama“. Također, što je veći broj država trenutno angažiran u financijskim aranžmanima Fonda, potencijalne zemlje korisnice aranžmana mogu percipirati političke troškove sudjelovanja nižima (Oberdabernig 2013).

Politička bliskost sa SADom - u najnovijoj znanstvenoj literaturi postoje indikacije da je sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda određeno ne samo ekonomskim većim i političkim čimbenicima od kojih je ključna politička povezanost s najutjecajnijim državama članicama MMFa. Teorijski argumenti ukazuju da SAD kao najmoćnija država članica Fonda[17] koriste svoj utjecaj kako bi nagradile svoje političke saveznike financijskim sredstvima Fonda kada se nađu u ekonomskoj krizi, usmjeravajući neizravno resurse MMFa prema ovakvim državama. Dreher i suradnici (2009) tako navode da SAD može preferirati kompenzirati svoje političke saveznice putem financijskih aranžmana Fonda umjesto izravnih paketa pomoći SADa takvim zemljama kako zbog ekonomskih tako i političkih razloga (minimizirajući tako obvezivanje kroz vlastita proračunska sredstva odnosno vidljivost političkog trgovanja glasovima).

Jedan od često korištenih pokazatelja koji aproksimira stupanj političke povezanosti između promatrane zemlje i SADa jest stupanj usklađenosti u obrascu glasovanja između te zemlje i SADa u Općoj skupštini Ujedinjenih naroda (UNGA). Razlog korištenja ovakvog pokazatelja je ideja da SAD mogu, pa to i čine, trgovati svojim glasom i utjecajem vezano uz osiguravanje financijskog aranžmana MMFa za promatranu državu u zamjenu za njen glas u Općoj skupštini UNa. Presbitero i Zazzarro (2012) navode tako podatak prema kojem je od 2000. godine u američkom Kongresu bilo 60 zakonskih naputaka kojima se izvršnog direktora SADa u MMFu manje ili više izravno upućuje da iskoristi svoj glasu svrhu promicanja političkih interesa SADa. Barro i Lee (2005), Pop-Eleches (2008) te Broz i Hewes (2000) i empirijski potvrđuju da politička bliskost između promatrane države i SADa operacionalizirana na ovakav način statistički značajno povećava vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda.

[17] Glasovi na sjednicama izvršnog odbora MMFa temelje se na kvotama koje svaka država članica uplaćuje MMFu. SAD imaju 16,75% glasova, što implicira da imaju efektivno pravo veta na sve (ključne) odluke koje iziskuju 85% ukupnih glasova (IMF 2015a)

Konflikt – Države koje karakterizira viša razina političkih konflikta mogu biti sklonije sklapanju financijskog aranžmana s Fondom kako bi pred biračima prevalile krivnju za nepopularne ekonomske politike na MMF i njegove zahtjeve. Također bit će im teže samostalno oblikovati kredibilan program ekonomske prilagodbe, te stoga mogu imati poticaj da se obrate Fondu i tako sklapanjem aranžmana dobiju „pečat pozitivne potvrde“ (*seal of approval*) svog političkog programa. S druge strane, politički troškovi pregovaranja i sklapanja financijskog aranžmana s Fondom mogu biti viši u politički nestabilnijim zemljama. K tome, MMF može biti manje spreman sklapanjem aranžmana dati „pečat pozitivne potvrde“ u zemljama kod kojih ne postoji potpuna politička podrška takvom programu. Zaključno, očekivani predznak ove varijable je zapravo empirijsko pitanje (Berger, de Haan, Sturm 2005)

Izbori - Przeworski i Vreeland (2000) navode kako postoji povećana vjerojatnost financijskih aranžmana Fonda u prvoj polovici izbornog ciklusa jer se nositelji ekonomske politike nadaju kako će percipirana „bol“ ekonomskih prilagodbi biti zaboravljena među biračima prije sljedećih izbora. Dreher i Sturm (2011) također empirijski potvrđuju ovakav navod. S druge strane, Dreher i Vaubel (2004) navode kako financijski aranžmani Fonda mogu neizravno pomoći u financiranju izbornih kampanja te tako zemlje koje sudjeluju u financijskom aranžmanu godinu dana prije izbora povećavaju svoje šanse za ponovni izbor. Kako gore navedeni argumenti sugeriraju da može doći do utjecaja aranžmana Fonda kako prije tako i poslije izbora; slijedeći pristup Mosera i Sturma (2011), prilikom ekonometrijskog testiranja, dummy varijabla koja označava izbore uvrštena je u selekcijsku jednadžbu s negativnim (*lag*), a potom s pozitivnim (*lead*) vremenskim pomakom. Također su kreirane 2 zasebne dummy varijable vezano uz izbore za izvršnu odnosno zakonodavnu vlast u promatranim zemljama Srednje i Jugoistočne Europe.

- **JEDNADŽBA TRETMANSKOG EFEKTA (identificira utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija):**

ZAVISNA VARIJABLA

Slijedeći pristup Jensena (2004), Biglaisera i De Rouena (2010), Bauer, Graham i Cruz (2012), te Wooa (2013), zavisna varijabla se operacionalizira kroz

priljev inozemnih izravnih investicija u promatranoj zemlji i godini te se pritom priljev FDI mjeri kao udio u bruto domaćem proizvodu (FDI). Pritom Svjetska banka (2015) definira ovu varijablu kao „priljev izravnih investicija u zemlju primateljicu od strane nerezidentnih investitora uključujući reinvestiranu dobit i zajmove među povezanim poduzećima, umanjene za repatrijaciju kapitala te otplatu zajmova“

Ovdje valja napomenuti kako se istraživači utjecaja financijskih aranžmana na priljev inozemnih izravnih investicija mogu susresti s dilemom vezano uz operacionalizaciju zavisne varijable – moguće ju je oblikovati kao omjer inozemnih izravnih investicija prema bruto domaćem proizvodu odnosno kao logaritamsku specifikaciju vrijednosti inozemnih izravnih investicija.

U suštini, logaritamska specifikacija inozemnih izravnih investicija pretpostavlja da 100 postotno povećanje inozemnih izravnih investicija s 1 milijun dolara na 2 milijuna dolara ima isti učinak kao i 100 postotno povećanje inozemnih izravnih investicija s 10 milijuna dolara na 20 milijuna dolara odnosno s 1 milijarde dolara na 2 milijarde dolara, što može dovesti do distorzija sveukupne slike vezano uz ključni promatrani odnos u istraživanju.

Nadalje, stavljanje inozemnih izravnih investicija u omjer prema bruto domaćem proizvodu smanjuje rizik potencijalne ne-stacionarnosti, što je kasnije potvrđeno i testovima jediničnog korijena.

Slijedom navedenog, istraživanja na ovu temu preferiraju te koriste kao zavisnu varijablu u jednadžbi tretmanskog efekta omjer priljeva inozemnih izravnih investicija i bruto domaćeg proizvoda. Primjeri uključuju sljedeća istraživanja: Bird i Rowlands (1997, 2002, 2006, 2009), Jensen (2004, 2006), Woo (2013), Graham i Cruz (2012), Van de Veer i de Jong (2013), Biglaiser i De Rouen (2010), Edwards (2006), Diaz-Cassou, Herrero i Molina (2006).

Iz gore navedenih razloga, kao i zbog usporedivosti ovog istraživanja s rezultatima međunarodnih znanstvenih istraživanja na ovu temu, u disertaciji se zavisna varijabla operacionalizira kao omjer priljeva inozemnih izravnih investicija i bruto domaćeg proizvoda[18].

---

[18] Točno je da ovakva operacionalizacija uz svoje prednosti nosi sa sobom i troškove tj. mogućnost promjena u cjelokupnom omjeru koje su posljedica npr. promjena u BDPu, stoga bi bilo korisno da istraživači u ovom znanstvenom području u budućnosti razmotre alternativne načine operacionalizacije zavisne varijable, a koji do

NEZAVISNA VARIJABLA

Slijedeći pristup Vreelanda (2001, 2003), Jensena (2004), Bauer, Graham i Cruz (2012), Biglaisera i De Rouena (2010), te Bauer Racenberg (2011), u prvom dijelu istraživanja vezano uz dokazivanje PH1 – od primarnog znanstvenog interesa je odnos između financijskih aranžmana Fonda u cjelini i priljeva FDI u promatranom razdoblju i skupini zemalja. U tom smislu sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda operacionalizira se kroz binarnu/dummy varijablu kodiranu 1 ukoliko je država sudjelovala (u bilo kojem) financijskom aranžmanu Fonda (SBA, EFF ili ECF) u promatranoj godini, u protivnom 0. U ovom dijelu istraživanja (kao u većini znanstvene literature na ovu temu) ne razlikuje se između pojedinačnih tipova financijskih aranžmana Fonda, kako zbog jednostavnosti tako i zbog argumenta da su krajnji ciljevi aranžmana u suštini jednaki (adresiranje platnobilančnih neravnoteža) te je uvijek prisutna uvjetovanost (Polak 1991; Bauer-Racenberg 2011).[19]

U drugom dijelu istraživanja vezano uz dokazivanje PH2 – uvodi se razlikovanje između triju osnovnih tipova financijskih aranžmana Fonda (SBA, ECF te EFF) s obzirom da agregiranje podataka o različitim tipovima financijskih aranžmana Fonda može maskirati njihove međusobne razlike (Biglaiser i De Rouen 2010), pa tako i nova znanstvena saznanja o prirodi katalitičkog učinka Fonda. Stoga se u ovom dijelu istraživanja, sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa u cjelini raščlanjuje na sudjelovanje u pojedinačnim trima tipovima aranžmana MMFa. Slijedeći pristup Biglaisera i De Rouena (2010), po gore navedenom principu kreirane su zasebne dummy varijable za svaki od triju tipova financijskih aranžmana Fonda (SBA, EFF, ECF) za promatrane države i promatrane godine.[20]

sada nisu korišteni, te bi mogli primjereno adresirati oba izazova tj. distorziju rezultata uzrokovanu npr. promjenama u nazivniku ali i njegovim izostavljanjem.

[19] U samom doktorskom istraživanju spomenuta varijabla ima oznaku imfparticipatall.

[20] Sudjelovanje u SBA tipu aranžmana operacionalizira se kroz varijablu sbaprticipation, sudjelovanje u ECF tipu aranžmana kroz varijablu ecfparticipation, dok se sudjelovanje u EFF tipu aranžmana operacionalizira putem varijable effparticipation.

KONTROLNE VARIJABLE

Globalne kamatne stope – jedan od ključnih globalnih tj. *push* faktora koji utječu na priljeve FDI jesu globalne kamatne stope u razvijenim zemljama. (Calvo et al. 1993). U uvjetima nižih globalnih kamatnih stopa, međunarodne kompanije će povećati svoje investicije jer će troškovi njihovog zaduživanja biti niži (čineći inozemne projekte poput greenfield ili brownfield investicija jeftinijima za financiranje) (Arbatli 2011). Nadalje, odluke o inozemnim investicijama određene su djelomično i oportunitetnim troškovima FDI. Tako će FDI biti manje privlačan potencijalnim investitorima, ukoliko dođe do povećanja međunarodnih povrata na ostale oblike kapitalnih ulaganja. Slijedeći pristup autora kao što su Calvo, Leiderman i Reinhart (1996) te Ahmed (2005), ovdje se koristi dugoročna kamatna stopa u SADu kao aproksimacija globalnih ekonomskih ciklusa. Pri tom se pretpostavlja da su dugoročne međunarodne kamatne stope povezane s priljevom FDI s obzirom da su i inozemne izravne investicije dugoročne prirode. Očekivani predznak uz koeficijent je negativan.

Realni ekonomski rast – prema Arbatliu (2011) te Ahmedu i suradnicima (2005), visoke stope realnog rasta ekonomske aktivnosti mogu indicirati visoku produktivnost u gospodarstvu. Nadalje, rastuće gospodarstvo vjerojatno će karakterizirati viska stopa rasta i u bliskoj budućnosti, pa tako i visoke stope povrata te niži rizik. U ovom istraživanju upotrijebljen je realni godišnji rast BDPa kao aproksimacija očekivanog rasta. Očekivani predznak koeficijenta uz ovu varijablu je pozitivan.

Infrastruktura – razvijena infrastruktura olakšava komunikaciju s matičnim poduzećem u inozemstvu kao i proces prikupljanja informacija te smanjuje troškove distribucije promičući lokalnu i regionalnu trgovinu. (Kinoshita i Campos 2002, Botrić i Škuflić 2006, Mateev i Tsekov 2014). Također u slučajevima kada FDI dolazi u zemlju primateljicu zbog smanjenih troškova proizvodnje, intermedijarna dobra relativno niže tehnološke sofisticiranosti potom se mogu transportirati dalje u inozemstvo za daljnju obradu i transformaciju u finalna dobra. U tom slučaju transportna infrastruktura mora biti dovoljno visoke kvalitete kako ne bi neutralizirala niže troškove proizvodnje intermedijarnih dobara. U svakom slučaju, razvijenija infrastruktura doprinosi priljevu FDI.

Prirodni resursi – iako se uobičajeno smatra da bi veća raspoloživost prirodnih resursa trebala doprinijeti povećanom priljevu FDI, empirijski njen efekt nije jednoznačan. S jedne strane, veća raspoloživost resursa kreira komparativnu prednost za zemlju primateljicu te potiče interes među kompanijama zainteresiranim za potencijalnu ekstrakciju i korištenje. Ovo može potaknuti povećani priljev FDI (Šerić 2011), posebice u sektorima koji ovise o takvim prirodnim resursima. S druge strane, Beck i Laeven (2006) ukazuju da tranzicijske zemlje koje se smatraju bogatima prirodnim resursima obično karakterizira i visok stupanj traženja renti na najvišim političkim razinama, što rezultira nižim institucionalnim razvojem i rastom. Takvi pak efekti mogu odvratiti potencijalne inozemne investitore.

Članstvo u EU – članstvo u EU je važan faktor za zemlje u promatranoj regiji. Mnoge od njih su postale članicama EU ili imaju politički-potvrđenu perspektivu ulaska. Članstvo u EU motivira te potiče zemlje na institucionalne reforme, a onda i poboljšanu investicijsku klimu (Tintin 2013). U ovom doktorskom istraživanju članstvo u EU koristi se kao ključna aproksimacija institucionalnih transformacija, a u nastavku se ukratko objašnjavaju argumenti za takav pristup kao i očekivanje da članstvo u EU doprinosi povećanom priljevu FDI.

U procesu EU integracija, države moraju transponirati sveukupnu pravnu stečevinu EU u svoje nacionalno zakonodavstvo u širokom rasponu područja uključujući trgovačko pravo, imovinsko-pravne odnose, financijsku regulaciju, tržišno natjecanje, upravljanje makroekonomskom politikom i sl. Ovakva institucionalna transformacija trebala bi rezultirati ojačanom tržišnom orijentacijom kao i zakonodavnom, političkom te ekonomskom stabilnošću zemlje primateljice (Kalotay 2006, Becke et al. 2010). Stoga članstvo u EU također poboljšava percepciju inozemnih investitora vezano uz snižavanje rizika za neočekivane promjene u zakonodavnom sustavu, industrijskim standardima te administrativnim procedurama zemlje primateljice (Sundać 2003, Walch i Walz 2012). K tome, također se smanjuje i premija na rizik za ulaganje u ovakve zemlje, što potencijalnim investitorima smanjuje troškove kapitala. Sve navedeno može rezultirati povećanim priljevom inozemnih investicija u novu državu članicu EU (Baldwin, Francois i Portes 1997).

Nadalje, ispunjavanje uvjeta za članstvo te ulazak u EU implicira eksternu validaciju kvalitete ekonomskog upravljanja i institucionalnog razvoja te osigurava implicitna jamstva vezano uz buduću makroekonomsku stabilnost, institucionalni i

zakonodavni okvir te političku stabilnost zemlje (Sundać 2003, Estrin i Bevan 2004, Estrin i Uvalić 2013).

Kalotay (2006) te Estrin i Uvalić (2013) također navode kako članstvo u EU pruža priliku „starim“ i razvijenijim državama članicama da realociraju proizvodne procese u zemlje s nižim troškovima proizvodnje. K tome, punopravno članstvo u EU eliminira rizik administrativnog protekcionizma od strane postojećih država članica EU (prema trećim zemljama). Ovo je važno imati na umu s obzirom na činjenicu da većina kapitalnih priljeva dolazi iz EU u zemlje Srednje i Jugoistočne Europe (IMF 2014).

Ulaskom u punopravno članstvo u EU, države dobivaju obvezu i pravo sudjelovanja u odlučivanju o koordinaciji i tijeku ekonomskih politika na razini EU (tzv. Europski semestar). Također sudjeluju i u odlukama o prihodima i rashodima EU proračuna, pa stoga i o strukturnim fondovima EU čija je primarna svrha pomoć državama odnosno regijama koje zaostaju u socio-ekonomskom, ali i institucionalnom razvoju. Perspektiva ovakve financijske pomoći i njenih učinaka doprinosi poboljšanju investicijske privlačnosti (u smislu fizičkog i ljudskog kapitala) promatranih zemalja (Kalotay 2006).

BDP per capita – stupanj razvoja zemlje primateljice također može determinirati priljev FDI. Prema pojedinim istraživanjima BDP per capita može aproksimirati kupovnu moć tržišta te predstavlja važan motiv za FDI u potrazi za novim tržištima. No, ovdje je potreban oprez - Razin i Sadka (2007) te Arbatli (2011) naglašavaju da je ova varijabla povezana i s omjerom kapitala i rada tj. produktivnosti kapitala. Dakle, države s nižom razinom dohotka per capita mogu privući više FDI, u skladu s većim graničnim proizvodom kapitala.

Nadalje, niža razina dohotka u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe ne mora nužno predstavljati prepreku i zbog toga što FDI investitori mogu preferirati ući na ovakva tržišta koja karakterizira brzi rast kako bi stekli inicijalnu prednost pred drugima ili su pak u potrazi za nižim troškovima proizvodnje.

Aglomeracijski učinak FDI - Priljevi FDI u promatrano gospodarstvo ovise o prethodnim priljevima FDI na toj lokaciji tj. zemlje koje su do sada bile uspješne u privlačenju FDI vjerojatnije će to ostvariti i u budućnosti (Biglaiser i De Rouen 2010, Bauer i suradnici 2012).

Empirijski je potvrđeno da je FDI prostorno grupiran (Kinoshita i Campos 2002), a postoje različita znanstvena objašnjenja ove pojavnosti. Tako se aglomeracijski učinak FDI može objasniti razlikama u klasičnim komparativnim prednostima kao što je npr. raspoloživost proizvodnih faktora. Nadalje, aglomeracija može biti uzrokovana i tendencijom ponašanja krda koje karakterizira investitore (Knoop 2008) - ukoliko inozemni investitori nemaju dostatne informacije o zemlji primateljici, postojeće inozemne investicije u promatranom gospodarstvu mogu poslužiti kao signal povoljnog investicijskog okružja. Treće objašnjenje usmjereno je na pozitivne eksternalije koje nastaju prostornim grupiranjem FDI na pojedinim lokacijama zbog postojanja mase potrebnih znanja, specijaliziranog tržišta rada i mreže distributera (Kinoshita i Campos 2002).

Znanstvena literatura (Estrin i Uvalić 2013, Šerić 2011, Bevan i Estrin 2000) navodi važnost **troškova rada** kao negativne odrednice priljeva FDI. Pritom se troškovi rada mogu operacionalizirati npr. kao trošak rada po jedinici proizvoda ili realne plaće. Empirijski potvrđen negativni odnos između troškova rada i priljeva FDI ukazuje na inozemne izravne investicije motivirane povećanjem učinkovitosti kroz npr. realokaciju proizvodnih kapaciteta u zemlju s nižim troškovima rada. U ovom istraživanju troškovi rada operacionaliziraju se kroz realne plaće (wagesc), a alternativno su zasebno testirani i putem jediničnog troška rada.

Znanstvena literatura koja istražuje utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljeve FDI (Bird i Rowlands 2009) kao i ona koja istražuje odrednice FDI (Arbatli 2011, Dabla-Norris i suradnici 2010) u pojedinim slučajevima identificira kao važnu varijablu **inflaciju**. Ona u ovom kontekstu predstavlja aproksimaciju makroekonomske (ne)izvjesnosti te se u literaturi uglavnom očekuje negativan odnos između inflacije i priljeva FDI, iako postoje pojedini primjeri (Biglaiser i De Rouen 2010) gdje je ovaj odnos pozitivan te ga autori objašnjavaju potragom inozemnih investitora za vrlo povoljnim investicijskim prilikama (*baragain hunter investors*). Slijedeći pristup Birda i Rowlandsa (2009), Biglaisera i De Rouena (2010) te Bergera, De Haana i Sturma (2005), inflacija se operacionalizira kao logaritam (1+CPI[21]), kako bi se izbjegle negativne vrijednosti. Sukladno većini empirijskih nalaza, očekuje se negativan predznak uz ovu varijablu.

[21] CPI=consumer price index tj. indeks potrošačkih cijena

Privatizacija – Prema Estrin i Uvalić (2013) proces privatizacije kreirao je specifičnu motivaciju za FDI u potrazi za imovinom u tranzicijskim zemljama (*asset seeking FDI*), a isti autori privatizaciju navode kao jednu od mogućih institucionalnih odrednica FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe. U tom smislu jedna od kontrolnih varijabli vezano uz testiranje robusnosti modela je i napredak u privatizaciji koja se operacionalizira kroz EBRD indeks velikih privatizacija.

U nastavku se daje kratki pregled korištenih varijabli, njihovih oznaka i izvora.

Tablični prikaz 3: Pregled korištenih varijabli, oznaka i izvora

VARIJABLA	OZNAKA	IZVOR
sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa	IMFparticipatall	Obrada autorice temeljem sljedećih službenih dokumenata MMFa - IMF annual reports, IMF weekly financial activities reports, IMF financial query - www.imf.org
sudjelovanje u SBA financijskim aranžmanima MMFa	SBAparticipation	Obrada autorice temeljem sljedećih službenih dokumenata MMFa - IMF annual reports, IMF weekly financial activities reports, IMF financial query - www.imf.org
sudjelovanje u EFF financijskim aranžmanima MMFa	EFFparticipation	Obrada autorice temeljem sljedećih službenih dokumenata MMFa - IMF annual reports, IMF weekly financial activities reports, IMF financial query - www.imf.org
sudjelovanje u ECF financijskim aranžmanima MMFa	ECFparticipation	Obrada autorice temeljem sljedećih službenih dokumenata MMFa - IMF annual reports, IMF weekly financial activities reports, IMF financial query - www.imf.org
prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa	pastimfparticipation	Izračun autorice temeljem podataka iz sljedećih službenih dokumenata MMFa - IMF annual reports, IMF weekly financial activities reports, IMF financial query - www.imf.org. Slijedeći pristup Oberdabernig (2013), operacionaliziran kao kumulativni broj godina provedenih u financijskom aranžmanu MMFa za pojedinačnu zemlju i godinu.
priljev inozemnih izravnih investicija (kao udio u bruto domaćem proizvodu)	fdii_gdp	World Bank - World Development Indicators
konflikt	conflict	Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-1912; Center for Systemic Peace; http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm
BDP per capita	gdppccd	World Bank - World Development Indicators
članstvo u Europskoj uniji	EUintegration1	Obrada autorice temeljem podataka Europske komisije; www.europa.eu
jedinični trošak rada	ulc	Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW) baza makroekonomskih podataka

realne plaće	wagesc	Obrada i izračun autorice temeljem Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW) baze makroekonomskih podataka
prirodni resursi	natresources	World Bank - World Development Indicators
realni rast BDPa na godišnoj razini	growth	World Bank - World Development Indicators
inozemne rezerve u mjesecima uvoza	reserves	Izračun autorice temeljem baze podataka World Bank - World Development Indicators
glasovanje zemlje u Općoj skupštini Ujedinjenih naroda (UNGA) u skladu s SADom	ungavotingusa	Dreher, Axel and Jan-Egbert Sturm, 2012, Do IMF and World Bank Influence Voting in the UN General Assembly? *Public Choice* 151, 1: 363-397. Napomena: definicija prema Thackeru(1999). Glasovi u skladu s SADom kodirani 1, u neskladu s SADom kodirani 0, slučajevi u kojima nije glasovano 0,5. Rezultirajući brojevi su podijeljeni s brojem glasova u svakoj godini.
izbori	elections	Obrada autorice temeljem sljedećeg izvora-Institute for Democracy and Electoral Assistance Database - IDEA website - http://www.idea.int/resources/databases.cfm . Izbori u pojedinačnim zemljama i godinama kodirani 1, inače 0. Posebne dummy varijable za parlamentarne te za predsjedničke izbore.
privatizacija	privatisation	EBRD transition indicators - http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml
globalne realne kamatne stope (aproksimirane kroz realne dugoročne kamatne stope u SADu)	relltiusa	AMECO baza makroekonomskih podataka Europske komisije
inflacija	inflation01	Indeks potrošačkih cijena - WIIW baza makroekonomskih podataka
broj zemalja u financijskim aranžmanima MMFa u pojedinačnoj godini	numberunder	Obrada autorice temeljem godišnjih izvješća MMFa (IMF annual reports) za razdoblja 1989-2013
razvoj infrastrukture	infrastructure	Broj telefonskih linija na 100 ljudi - World Bank - World Development Indicators

broj stanovnika	population	World Bank - World Development Indicators

Izvor: obrada autorice

4.3. Ekonometrijska procjena modela agregatnog katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija

Ekonometrijsku procjenu modela agregatnog katalitičkog učinka Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u CESEE regiji bilo je potrebno provesti u svrhu dokazivanja PH1 odnosno definiranja odgovora na pitanje postoji li katalitički učinak Fonda u promatranom uzorku.

Tablica 1 prikazuje rezultate spomenute procjene modela–unaprijeđenog temeljem niza postestimacijskih dijagnostičkih testova. Tako su rezultati Wooldridge testa ukazali na postojanje serijske korelacije, te sukladno preporuci Beck i Katza (2011) potrebu uvrštavanja zavisne varijable s vremenskim pomakom u jednadžbu tretmanskog efekta. Ovime se i ekonometrijski potvrđuje teorijska postavka prema kojoj priljevi FDI u promatrano gospodarstvo ovise o prethodnim priljevima FDI na toj lokaciji tj. zemlje koje su do sada bile uspješne u privlačenju FDI vjerojatnije će to ostvariti i u budućnosti (Biglaiser i De Rouen 2010, Bauer i suradnici 2012).

Potom je proveden i Hausman test u svrhu utvrđivanja potrebe za fiksnim odnosno slučajnim efektima. Slijedeći pristup Jensena (2004, 2006), Bauer, Cruz i Graham (2012), Biglaiser i De Rouena (2010) te Bauer Racenberg (2011), temeljem rezultata testa, u jednadžbu tretmanskog efekta uključene su dummy varijable za promatrane države. Ovim se kontrolira za specifičnosti promatranih država koje ne variraju kroz vrijeme (npr. jezik, kultura i sl.)[22].

No, ovdje je potrebno iznijeti i kratko objašnjenje. Dinamički panel modeli (s lagiranom zavisnom varijablom) i fiksnim efektima mogu uzrokovati statističku pristranost u procjenjivanju (tj. koeficijent uz lagiranu zavisnu varijablu može biti podcijenjen). Ova pojava naziva se Hurwicz odnosno Nickell pristranost, po znanstvenicima koji su je u uočili. Međutim, Beck i Katz u svojim ekonometrijskim radovima (2011, Beck 2001, 2008) pokazuju da Nickellova pristranost ne predstavlja problem u znanstvenim istraživanjima poput ovog. U političkoj ekonomiji, pa tako i u ovom istraživanju, često se koristi posebna vrsta podataka. Oni predstavljaju

[22] Nisu uključene vremenske dummy varijable jer varijabla Relltiusa (koja operacionalizira globalne kamatne stope) obuhvaća relevantne vremenske trendove. No, rezultati ostaju suštinski nepromijenjeni i ukoliko se uvedu vremenske dummy varijable.

kombinaciju presječnih podataka i vremenskih serija (*time-series cross-section data* – TSCS). U praktičnoj primjeni kod ovakvog tipa istraživanja, presječne jedinice su države, te se za svaku pojedinačnu državu promatra niz godišnjih opažanja za različite ekonomske i političke varijable. Iako nalikuju panel podacima TSCS podaci obično imaju suprotnu strukturu tj. u odnosu na panel podatke promatra se manji broj presječnih jedinica s većim brojem vremenskih opažanja. Nadalje, kod TSCS podataka, jedinice su fiksne, tj. ne predstavljaju uzorak određene populacije. Tipično N varira između 10 i 100. T je pritom dovoljno velik kako bi omogućio kvalitetno statističko zaključivanje (npr. barem 10). U praksi T najčešće varira između 20 i 50. Kod klasičnih panel podataka Nickell pristranost može predstavljati problem (npr. T=2, Nickell pristranost=50 posto). Međutim, također je poznato da pristranost iznosi O (1/T). Dakle, za TSCS podatke, kako se T povećava tako se ovakva pristranost smanjuje. Stoga, Beck i Katz (2011, 2005) zaključuju kako Monte Carlo simulacije pokazuju da je tamo gdje je T>15, Nickell pristranost je zanemariva te preporučuju upotrebu ovakvog pristupa[23]. U ovom istraživanju prosječni T=20, te je stoga moguće zaključiti da Nickell pristranost ne predstavlja prepreku.

Upotreba fiksnih efekata, ipak, uz metodološke koristi implicira i određene „troškove“. Tako fiksni efekti „apsorbiraju“ eksplanatorni značaj varijabli koje se ne mijenjaju ili se sporo mijenjaju kroz vrijeme. Stoga ovakve varijable vrlo vjerojatno neće biti supstancijalno ili statistički značajne u procijenjenom modelu.[24]

Nadalje, kao što je navedeno u dijelu 4.1.2.2., u sklopu ekonometrijske procjene poželjno je i identificirati odgovarajuće ekskluzijske restrikcije (instrumente), kojima se unapređuje kvaliteta i pouzdanost procijenjenog modela. Sukladno preporukama Woolsdridgea (2010), njihov izbor potrebno je obrazložiti iz teorijske i ekonometrijske perspektive. Korišteni instrumenti trebaju biti korelirani s endogenom varijablom (sudjelovanje u financijskim aranžmanu Fonda), ali ne i sa zavisnom varijablom u jednadžbi tretmanskog efekta (priljev FDI).

[23] Stoga se u recentnoj znanstvenoj literaturi koja istražuje utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljeve inozemnog kapitala te i koristi TSCS podatke, tamo gdje to rezultati testova opravdavaju, a temeljem gore navedene referentne ekonometrijske literature, u jednadžbi tretmanskog efekta koriste fiksni efekti uz prisutnost lagirane zavisne varijable (Biglaiser i De Rouen 2010, Bauer-Racenberg 2011, Bauer, Cruz i Graham 2012).

[24] Beck i Katz (2008) stoga sugeriraju da, tamo gdje statistički testovi samo blago opovrgavaju H0 o nepostojanju fiksnih efekata, može biti uputno izostaviti fiksne efekte. No, tamo gdje statistički testovi ukazuju na potrebu uključivanja fiksnih efekata (što je ovdje i slučaj), njihovo neuključivanje može rezultirati statističkom pristranošću.

U ovom dijelu istraživanja odabrani instrumenti su: 1) obrazac glasovanja u skladu sa SADom u Općoj skupštini Ujedinjenih naroda koji aproksimira stupanj političke bliskosti s SADom – (ungavotingusa) te 2) inozemne rezerve – (reserves). U nastavku se ukratko navodi teorijska i ekonometrijska argumentacija za odabir spomenutih instrumenata.

Presbitero i Zazzaro (2012) dokazuju da države koje su politički bliskije sa SAD (aproksimirano kroz obrazac glasovanja u Općoj skupštini Ujedinjenih naroda - UNGA) imaju veću vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa. Moguće je pretpostaviti da će investitori, *ceteris paribus*, ulagati više u države s kojima su politički bliskiji. Kako su SAD ključni globalni investitor, promatrano na globalnoj razini države koje su politički bliskije SADu bilježe i veći priljev inozemnih izravnih investicija. No, ovaj odnos važi pod pretpostavkom da su SAD ključni investitor u promatranoj skupini država. Ukoliko SAD nisu značajan investitor u promatranoj regiji, onda je moguće pretpostaviti da agregatni priljev FDI nije statistički značajno koreliran s glasovanjem u skladu s SAD u UNGA. Prema izračunima autorice, (a temeljem WIIW FDI baze podataka, 2014), u razdoblju od 1990. g. do 2013. g. priljev američkih (SAD) izravnih inozemnih ulaganja u regiju Srednje i Jugoistočne Europe iznosi u prosjeku svega 5 posto ukupnog priljeva inozemnih izravnih investicija u ovu regiju. Stoga je moguće pretpostaviti da agregatni priljev FDI u promatranoj regiji nije statistički značajno koreliran s glasovanjem u skladu s SADom u Općoj skupštini UNa.

Vezano uz argumentaciju odabira drugog instrumenta, moguće je primijetiti da su selekcijska jednadžba te jednadžba tretmanskog efekta usmjerene na različite aspekte financijskih odnosa (Biglaiser i De Rouen 2010). Naime, ciljevi MMFa i privatnih investitora ponešto se razlikuju, pa stoga i odrednice jednadžbi koje modeliraju sudjelovanje u aranžmanima Fonda odnosno priljev FDI. Financijski aranžmani MMFa obično adresiraju platnobilančne ranjivosti zemlje, dok inozemni investitori prvenstveno traže prilike za financijski dobitak. U tom smislu, ukoliko inozemni investitori ne traže kapital prvenstveno od države u koju investiraju (a ima i takvih slučajeva), inozemne rezerve obično nisu ključni čimbenik u odluci inozemnih izravnih investitora, dok taj isti čimbenik ima značajnu ulogu u odluci o sudjelovanju u financijskom aranžmanu Fonda.

Nadalje, iz ekonometrijske perspektive, valjani instrumenti ne smiju biti korelirani sa slučajnom greškom u jednadžbi tretmanskog efekta, no trebaju biti korelirani s endogenom varijablom tj. sudjelovanjem u financijskim aranžmanima Fonda (Stock i Watson 2008). Sargan-Hansen test (Baum, Schaffer, Stillman 2007) provjerava valjanost H0 prema kojoj su instrumenti nekorelirani s greškom relacije u jednadžbi tretmanskog efekta, te su stoga ispravno isključeni iz procjene modela rezultantne jednadžbe. Rezultati testa u tablici 1 ukazuju da nismo uspjeli opovrgnuti takvu hipotezu, što je i poželjan rezultat u ovom kontekstu. Anderson test (Baum, Schaffer, Stillman, 2007) pak provjerava jesu li isključeni instrumenti „relevantni" tj. korelirani s endogenim regresorom. H0 pretpostavlja da to nije slučaj, stoga je poželjno odbaciti ovakvu hipotezu. Rezultati testa (Tablica 1) pokazuju da je ona i empirijski odbačena. Na kraju, F testom je moguće provjeriti i zajednički statistički značaj instrumenata u selekcijskoj jednadžbi. (Biglaiser i De Rouen, 2010, Baum, Schaffer, Stillman 2007) Kao što je vidljivo iz Tablice 1, empirijske rezultate karakterizira visok statistički značaj, što ponovno predstavlja poželjan rezultat u ovom kontekstu.

Također je vrlo važno i empirijski testirati opravdanost uporabe metode tretmanskog efekta koja adresira selekcijsku odnosno endogenu pristranost. Tako prilikom procjene svakog modela korištenjem metode tretmanskog efekta i dvofaznog procjenitelja, Stata generira podatke o varijabli lambda λ (uključujući i njen statistički značaj).

$$\lambda = \rho\sigma \qquad \text{jednadžba (3)}$$

gdje je

ρ=mjera korelacije između greški relacije u_j te ε_j u jednadžbi (1) te jednadžbi (2),

σ=standardna devijacija greške relacije ε_j u jednadžbi tretmanskog efekta.

Ukoliko ρ≠0, to znači da postoje neopažene varijable koje utječu na sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda, ali isto tako i na priljev inozemnih

izravnih investicija tj. selekcijska pristranost, koja se adresira upotrebom metode tretmanskog efekta.

Kako je po definiciji $\sigma>0$, tako je prilikom procjene λ ključna vrijednost ρ. Dakle, ukoliko je λ statistički značajna, to znači da u promatranom uzorku postoje neopaženi faktori koji utječu kako na endogenu tako i na zavisnu varijablu ($\rho\neq0$), te ih je stoga potrebno adresirati upotrebom modela tretmanskog efekta. Kao što je vidljivo iz tablice 1, u promatranoj skupini zemalja, varijabla λ statistički je značajna na razini od 1 posto, te ovakvi rezultati opravdavaju uporabu opisane ekonometrijske metode.

Ovdje valja spomenuti i da prilikom upotrebe metode tretmanskog efekta uz korištenje dvofaznog procjenitelja, software Stata prilikom generiranja standardnih pogreški automatski prikazuje prilagođene standardne pogreške, korigirajući između ostalog, za dodatnu varijancu povezanu s generiranim regresorom (inverzni Mills omjer), heteroskedastičnost kao i prostornu zavisnost greški relacije (Lin 2007, Wooldridge 2010).

Na kraju, potrebno je navesti da su osim testiranja i unapređivanja procijenjenog modela temeljem postestimacijskih dijagnostičkih testova, prethodno provjereni i korišteni podaci. Slijedeći pristup Biglaisera i De Rouena (2010), testirana je i mogućnost postojanja jediničnog korijena u zavisnoj varijabli. Rezultati Fisher testa za panel jedinični korijen korištenjem „proširenog“ Dickey-Fuller testa ukazuju da je moguće opovrgnuti nultu hipotezu postojanja jediničnog korijena (Madala i Wu 1999). Također su testirane i korelacije između varijabli kao i VIF pokazatelji (*variance inflation factor*) za svaku od varijabli kako bi se isključili potencijalni problemi s multikolinearnošću koja može uzrokovati neprimjerene statističke zaključke. Niti jedna od testiranih varijabli nije problematična u tom smislu (VIF pokazatelji manji od 2).

Tablica 1: Procjena utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe

Jedn. tret.efekta		
L.fdii_gdp	0.4208***	(0.0603)
L.relltiusa	-0.8210**	(0.3712)
L.infrastructure	0.1476**	(0.0724)
L.euintegration1	2.4051*	(1.2916)
L.natresources	0.08118	(0.0512)
imfparticipatall	6.0611***	(2.1883)
Constant	-2.4014	(2.8087)
Sel. jednadžba		
L.ungavotingusa	4.8560***	(1.4418)
L.gdppccd	-0.0002143***	(0.0000)
L.reserves	-0.2002***	(0.0667)
L.pastimfparticip	0.08028***	(0.0299)
Constant	-0.7256	(0.7549)
Hazard		
Lambda	-3.6047***	(1.2573)
Observations	237	
Wald Chi^2 test	204.33***	
Sel. jedn. F test p vrijednost	0.0136**	
Sargan-Hansen test p vrijednost	0.9870	
Anderson test p vrijednost	0.0129**	

Standardne pogreške u zagradama
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$
Izvor: izračun autorice[25]

Zaključno, rezultati ekonometrijskog istraživanja ukazuju da financijski aranžmani s MMFom u prosjeku dovode do statistički značajnog povećanja priljeva FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (katalitički učinak Fonda).

[25] Temeljem godišnjih podataka vezano uz testirane varijable za pojedinačne zemlje, model indentificira tretmanski efekt (tj. katalitički učinak Fonda u ovom kontekstu) za sve zemlje iz uzorka na agregatnoj razini (regija Srednje i Jugoistočne Europe). Kontrolirajući za endogenu tj. selekcijsku pristranost, tretmanski efekt tj. katalitički učinak je u suštini razlika u priljevu FDI između zemalja koje sudjeluju i nesudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda u promatranom vremenskom razdoblju. Tretmanski efekt tj. katalitički učinak definiran je koeficijentom uz varijablu **imfparticipatall.**

4.4. Ekonometrijska procjena modela katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija prema tipovima financijskih aranžmana

Ekonometrijsku procjenu modela katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija prema osnovnim tipovima financijskih aranžmana u CESEE regiji bilo je potrebno provesti u svrhu dokazivanja PH2. Ovim je moguće odgovoriti na pitanje postoji li razlika između triju osnovnih tipova financijskih aranžmana Fonda u njihovoj sposobnosti kreiranja katalitičkog učinka u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe, te pritom pokazati važnost uloge dvaju čimbenika – kredibilnog obvezivanja zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene i utjecaja Fonda u smislu stvaranja poticaja za takvo obvezivanje zemalja korisnica[26].

Tablica 2 prikazuje rezultate procjene modela za svaki od triju tipova financijskih aranžmana MMFa (kao i za sveukupne aranžmane Fonda u CESEE regiji), unaprijeđene temeljem niza postestimacijskih dijagnostičkih testova. Sukladno rezultatima Wooldridge testa u model je uvrštena zavisna varijabla s vremenskim pomakom (tzv. lagirana zavisna varijabla). Rezultati Hausman testa ukazali su, pak, na potrebu uvrštavanja u jednadžbu tretmanskog efekta fiksnih efekata za države. Oni kontroliraju za različitosti među državama kao što su jezik i kulturne osobitosti koje se ne mijenjaju kroz vrijeme. Sukladno argumentima i nalazima znanstvene literature pobliže opisanima u poglavlju 4.3., Nickell pristranost povezana s upotrebom zavisne varijable s vremenskim pomakom (*lagged dependent variable*) i fiksnih efekata u rezultantnoj jednadžbi ne predstavlja prepreku u kontekstu ovog doktorskog istraživanja.

I u ovom dijelu istraživanja poželjno je identificirati odgovarajuće instrumente, čiji odabir je potrebno obrazložiti iz teorijske i ekonometrijske perspektive (Wooldridge 2010). Korišteni instrumenti trebaju biti korelirani s endogenom varijablom (sudjelovanje u financijskim aranžmanu Fonda), ali ne i sa zavisnom varijablom u jednadžbi tretmanskog efekta.

[26] Pojedine postavke ovog poglavlja temeljene na ranijim verzijama doktorskog istraživanja korištene su kao podloga za sudjelovanje na 8. međunarodnoj konferenciji „An Enterprise Odyssey“ održanoj 8. do 11. lipnja 2016. godine. Temeljem komentara sudionika konferencije istraživanje je potom unaprijeđeno i obogaćeno dodatnim elementima, a relevantni metodološko-sadržajni aspekti poboljšani.

U ovom kontekstu, odabrani instrumenti su izbori (elections) (za SBA tip aranžmana kao i cjelokupne MMF aranžmane operacionalizirane varijablom IMFALL), odnosno prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMFa (past IMFparticipation) za ECF te EFF tip aranžmana. U znanstvenoj literaturi prisutna je ideja o postojanju političko-ekonomskih ciklusa u različitim aspektima makroekonomije, pa ju je pogodno testirati i u ovom kontekstu. Tako Przeworski i Vreeland (2000) navode kako postoji povećana vjerojatnost financijskih aranžmana Fonda u prvoj polovici izbornog ciklusa jer se vlasti nadaju kako će percipirana „bol“ ekonomskih prilagodbi biti zaboravljena među biračima prije sljedećih izbora. Dreher i Sturm empirijski potvrđuju ovakav navod na globalnoj razini. Slijedeći pristup Mosera i Sturma (2011), nakon niza ekonometrijskih eksperimentiranja, prilikom ekonometrijske analize dummy varijabla koja označava (parlamentarne) izbore uvrštena je u selekcijsku jednadžbu s dvostrukim negativnim pomakom (*lag*), te empirijski rezultati ukazuju da je u većem broju slučajeva statistički značajna i pozitivna (SBA i IMF tipovi financijskih aranžmana). Ovo ukazuje da u promatranim slučajevima u prvoj polovici izbornog ciklusa (preciznije tijekom druge godine izbornog ciklusa), postoji povećana vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda, koju je moguće objasniti željom vlade da pokrene i provede ekonomske reforme koje se često percipiraju bolnim i teškima, nadajući se da će se pozitivni ekonomski rezultati pojaviti i „bol“ ovakvih reformi biti zaboravljena do izlaska birača na nove izbore. S druge strane, datum izbora (odnosno razdoblje političko-izbornog ciklusa) nije toliko ključan za odluke inozemnih izravnih investitora jer su oni prvenstveno zainteresirani ne za datum izbora kao takav, već za trajnu stabilnost i atraktivnost ekonomske politike vezano uz inozemne investicije.

Nadalje, prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda predstavlja važnu odrednicu sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda u sadašnjem razdoblju, te je u tom smislu važan element selekcijske jednadžbe. No, s druge strane, sudjelovanje u financijskom programu Fonda u prethodnom razdoblju nije tako ključno za odluke o inozemnim izravnim investicijama u sadašnjem razdoblju, već su takve odluke značajnije određene sadašnjim odnosima promatrane države s MMFom odnosno drugim varijablama poput npr. ekonomskog rasta.

Rezultati odgovarajućih ekonometrijskih testova iz tablice 2 (Anderson test te F test) ukazuju na mogućnost korištenja navedenih instrumenata u ekonometrijskom

testiranju utjecaja pojedinih tipova financijskih aranžmana Fonda na priljev FDI u ovom kontekstu.

Također je važno i u ovom poglavlju testirati opravdanost ekonometrijskog pristupa tretmanskog efekta. Tako prilikom procjene svakog modela korištenjem metode tretmanskog efekta i ML procjenitelja, Stata generira Wald test gdje je H0 $\rho=0$. ρ je mjera korelacije između greški relacije u_j te ε_j u jednadžbi (1) te jednadžbi (2). Ukoliko $\rho\neq0$, to znači da postoje neopažene varijable koje utječu na sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda, ali isto tako i na priljev inozemnih izravnih investicija tj. selekcijska pristranost koju je potrebno adresirati. P vrijednost ovih testova za svaki od procijenjenih modela u tablici 2 te 3 ukazuju da je na razini statističke značajnosti[27], moguće odbaciti H0, čime se znanstveno opravdava upotreba metode tretmanskog efekta, kojom se adresira selekcijska odnosno endogena pristranost.

Nadalje, Beck (2001) navodi kako TSCS podaci mogu narušavati pretpostavke Gauss-Markov teorema o nezavisnoj i identičnoj distribuciji slučajnih greški opažanja. Tako npr., ako se u promatranom uzorku zemlje međusobno razlikuju, razlikuju se i vrijednosti varijance njihovih slučajnih pogreški, što rezultira heteroskedastičnošću. K tome, TSCS podaci u sebi sadržavaju vremenske serije, što može rezultirati vremenski zavisnim opažanjima. Ovi metodološki izazovi u promatranoj tematici obično se mogu adresirati upotrebom cluster standardnih pogreški (Stock i Watson 2011, Nichols 2007)

Međutim, u ovom kontekstu u ekonometriji je u tijeku snažna rasprava. Tako Nichols i Schaffer (2007) sugeriraju upotrebu cluster standardnih pogreški ukoliko u uzorku postoji barem 20 balansiranih odnosno 50 razmjerno balansiranih clustera (što ovdje nije slučaj). U tom smislu, Stock i Watson (2008) te Baum, Nichols i Schaffer (2011) također ističu da se statistička pristranost robusnih standardnih pogreški uz prisutnost fiksnih efekata smanjuje kako se povećava broj promatranih vremenskih razdoblja, te stoga znanstvena istraživanja ove vrste koja karakterizira veći broj vremenskih razdoblja od presječnih jedinica (što je ovdje i slučaj), mogu

[27] 1% za SBA, EFF te ECF tipove aranžmana, te 5% za IMFparticipatall korištenjem robusne standardne pogreške, te 1% za SBA, 5% za ECF te 10% za IMFparticipatall korištenjem cluster robusne standardne pogreške.

preferirati korištenje robusnih standardnih pogreški naspram cluster standardnih pogreški.

S druge strane, pak, Hansen (2007) nalazi, a potom i Angrist i Pischke (2008) navode kako je znanstveno moguća i prihvatljiva upotreba cluster standardne pogreške i s manjim brojem clustera (10). U znanstvenoj literaturi na temu MMFa prisutna je uporaba kako jedne tako i druge vrste standardnih pogreški. U svrhu transparentnosti i pouzdanosti rezultata, u tom smislu, u tablicama 2 i 3 navode se rezultati procjene modela korištenjem robusnih, a potom i cluster standardnih pogreški (gdje su clusteri pojedinačne države (njih 17)).

Na kraju, potrebno je navesti da su osim testiranja i unapređivanja procijenjenog modela temeljem postestimacijskih dijagnostičkih testova, prethodno provjereni i korišteni podaci. Slijedeći pristup Biglaisera i De Rouena (2010), testirana je i mogućnost postojanja jediničnog korijena u zavisnoj varijabli. Rezultati Fisher testa za panel jedinični korijen korištenjem „proširenog“ Dickey-Fuller testa ukazuju da je moguće opovrgnuti nultu hipotezu postojanja jediničnog korijena (Madala i Wu 1999). Također su testirane i korelacije između varijabli kao i VIF pokazatelji (*variance inflation factor*) za svaku od varijabli kako bi se isključila potencijalna kolinearnost koja može uzrokovati statističku pristranost. Nije jedna od testiranih varijabli nije problematična u tom smislu (VIF pokazatelji manji od 2).

Tablica 2: Procjena utjecaja osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (robusne standardne pogreške)

	SBA	EFF	ECF	IMFALL
Jedn. tretmanskog efekta				
L.fdii_gdp	0.6149***	0.4690**	0.4784**	0.5744***
	(0.1620)	(0.2013)	(0.2020)	(0.2134)
L.gdppccd	0.0001	-0.0001	-0.0001	0.0003
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0002)
L.growth	0.0652**	0.0875**	0.1054**	0.0789**
	(0.0327)	(0.0355)	(0.0439)	(0.0373)
L.wagesc	-0.0002**	-0.0002	-0.0002**	-0.0002*
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)
L.loginflation01	-0.2007	0.1534	-0.2816	-0.2492
	(0.1728)	(0.2288)	(0.2061)	(0.1897)
sbaparticipation	7.0400***			
	(1.5850)			
effparticipation		-5.3211***		
		(1.6072)		
ecfparticipation			-5.2019**	
			(2.1842)	
imfparticipatall				6.1570**
				(2.7755)
Constant	-1.3621	3.3819***	3.5103	-2.7370
	(1.2704)	(1.1895)	(2.2090)	(3.1521)
Sel. jednadžba				
L.gdppccd	-0.0001***	-0.0004***	-0.0016***	-0.0002***
	(0.0000)	(0.0001)	(0.0005)	(0.0000)
L2.electionsparl	0.3346***	-0.0643	-0.3419	0.4146***
	(0.1074)	(0.1923)	(0.2323)	(0.1544)
L.pastimfparticip	0.0262*	-0.1295***	0.2553***	0.0038
	(0.0153)	(0.0376)	(0.0863)	(0.0156)
L.numberunder	-0.0132*	0.0719***	-0.0433*	-0.0149*
	(0.0079)	(0.0194)	(0.0231)	(0.0087)
Constant	0.5125	-3.1672***	2.1665	1.5601***
	(0.4427)	(1.1574)	(1.3986)	(0.5575)
rho	-0.8989	0.7913	0.9160	-0.8209
sigma	5.6023	4.6412	4.5149	5.2198
lambda	-5.0358	3.6725	4.1355	-4.2852

Observations	293	293	293	293
Sel. jedn. F test p	0.0064	0.0000	0.0088	0.0069
Anderson test p	0.0061	0.0000	0.0092	0.0066
Wald test(rho=0), prob>chi^2	0.0000	0.0000	0.0005	0.0138

Robusne standardne pogreške u zagradama
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
Izvor: izračun autorice[28]

[28] Temeljem godišnjih podataka vezano uz testirane varijable za pojedinačne zemlje, model indentificira tretmanski efekt (tj. katalitički učinak Fonda u ovom kontekstu) za sve zemlje iz uzorka na agregatnoj razini (regija Srednje i Jugoistočne Europe) razlikujući između triju pojedinačnih tipova financijskih aranžmana MMFa. Kontrolirajući za endogenu tj. selekcijsku pristranost, tretmanski efekt tj. katalitički učinak je u suštini razlika u priljevu FDI između zemalja koje sudjeluju i nesudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda u promatranom vremenskom razdoblju. Tretmanski efekt tj. katalitički učinak definiran je koeficijentima uz varijable sbaparticipation, ecfparticipation, effparticipation, imfparticipatall.

Tablica 3: Procjena utjecaja osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (cluster standardne pogreške)

	SBA	EFF	ECF	IMFALL
Jedn. tretmanskog efekta				
L.fdii_gdp	0.6149***	0.4690***	0.4784***	0.5744***
	(0.0998)	(0.0461)	(0.0473)	(0.1081)
L.gdppccd	0.0001	-0.0001	-0.0001**	0.0003
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0002)
L.growth	0.0652**	0.0875**	0.1054**	0.0789*
	(0.0320)	(0.0422)	(0.0463)	(0.0429)
L.wagesc	-0.0002***	-0.0002***	-0.0002***	-0.0002***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0000)
L.loginflation01	-0.2007	0.1534	-0.2816*	-0.2492
	(0.1990)	(0.3436)	(0.1706)	(0.1617)
sbaparticipation	7.0400***			
	(2.6237)			
effparticipation		-5.3211*		
		(2.7745)		
ecfparticipation			-5.2019*	
			(2.7791)	
imfparticipatall				6.1570*
				(3.6460)
Constant	-1.3621	3.3819***	3.5103	-2.7370
	(1.7492)	(0.3766)	(2.6793)	(3.5589)
Sel. jednadžba				
L.gdppccd	-0.0001*	-0.0004**	-0.0016**	-0.0002**
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0007)	(0.0001)
L2.electionsparl	0.3346***	-0.0643	-0.3419*	0.4146***
	(0.0910)	(0.1727)	(0.1933)	(0.1320)
L.pastimfparticip	0.0262	-0.1295**	0.2553**	0.0038
	(0.0263)	(0.0596)	(0.1262)	(0.0255)
L.numberunder	-0.0132*	0.0719***	-0.0433	-0.0149
	(0.0073)	(0.0260)	(0.0347)	(0.0091)
Constant	0.5125	-3.1672*	2.1665	1.5601***
	(0.4775)	(1.7418)	(2.1637)	(0.5836)
rho	-0.8989	0.7913	0.9160	-0.8209
sigma	5.6023	4.6412	4.5149	5.2198
lambda	-5.0358	3.6725	4.1355	-4.2852
Observations	293	293	293	293
Sel.jedn. F test p	0.0064	0.0000	0.0088	0.0069
Anderson test p	0.0061	0.0000	0.0092	0.0069
Wald test(rho=0), prob>chi^2	0.0025	0.0152	0.0202	0.0651

Cluster standardne pogreške u zagradama (clusteri su pojedinačne države)
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$
Izvor: izračun autorice

Rezultati procjene modela za pojedinačne tipove financijskih aranžmana Fonda (SBA, EFF, ECF) kao i za cjelokupno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda (IMFparticipatall) prikazani su u stupcima 1-4 tablica 2 i 3. Vidljivo je da SBA aranžmane karakterizira pozitivan katalitički učinak, dok je kod EFF te ECF aranžmana katalitički učinak negativan.

4.5. Analiza osjetljivosti rezultata

Analiza osjetljivosti provodi se temeljem provjere robusnosti rezultata na određene promjene u karakteristikama modela, odnosno jednadžbi tretmanskog efekta i(li) selekcijskoj jednadžbi.

4.5.1. Osjetljivost rezultata procijenjenog modela vezano uz dokazivanje PH1

Ukoliko u jednadžbi tretmanskog efekta **kontroliramo za razinu razvoja ili broj stanovnika** koji se u znanstvenoj literaturi spominju kao moguće odrednice priljeva FDI u potrazi za novim tržištima, vidljivo je da spomenute varijable nisu statistički značajne u ovom kontekstu (Tablica 4 - M1 i M2). Što je još važnije, uvrštavanje navedenih varijabli u model ne dovodi do kvalitativne promjene empirijskih rezultata vezano uz istraživani odnos tj. u svakom slučaju financijski aranžmani Fonda u prosjeku vode do statistički značajnog povećanja priljeva inozemnih izravnih investicija tj. katalitičkog učinka.

Daljnji način provjere robusnosti procijenjenog modela odnosi se na **ispitivanje uloge privatizacije** u kontekstu utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljeve FDI. Prema Estrin i Uvalić (2013) proces privatizacije kreirao je specifičnu motivaciju za FDI u potrazi za imovinom u tranzicijskim zemljama. U tom smislu, jedna od kontrolnih varijabli priljeva FDI prilikom analize osjetljivosti rezultata može biti i privatizacija operacionalizirana kroz EBRD indeks velikih privatizacija, koji se uobičajeno koristi u literaturi u kontekstu mogućih odrednica FDI u tranzicijskim zemljama (Estrin i Uvalić 2013).

Kao što je vidljivo iz priloženih empirijskih rezultata – (Tablica 4, M3), privatizacija sama po sebi ne predstavlja statistički značajnu odrednicu u modeliranju utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljeve FDI. Međutim, privatizacija u interakciji s varijablom koja operacionalizira EU integraciju ukazuje na pozitivan i statistički značajan utjecaj ovog odnosa u procijenjenom modelu. Dakle, promatrano u kontekstu proučavanja utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljev FDI u tranzicijskim zemljama, inozemni izravni investitori ne ulaze u promatrane zemlje samo zato što one provode proces privatizacije. Oni se odlučuju za značajna

ulaganja, samo u one zemlje koje uz proces privatizacije provode i proces EU integracija. Ovakve empirijske rezultate moguće je objasniti na sljedeći način - FDI investitori ulaze u promatrane zemlje kroz proces privatizacije u onim slučajevima gdje percipiraju poboljšanu investicijsku privlačnost slijedom navedenih čimbenika:

U procesu EU integracija države prilagođavaju svoje zakonodavstvo pravnoj stečevini EUa u nizu područja npr. trgovačko pravo, imovinsko-pravni odnosi, financijska regulacija, tržišno natjecanje, upravljanje makroekonomskom politikom. Ovakva institucionalna transformacija trebala bi rezultirati povećanom političkom, ekonomskom i institucionalnom stabilnošću, koja pak doprinosi kvaliteti poslovnog okružja gospodarstva te potom i investicijskoj atraktivnosti ovakvih zemalja. 2) S tim u vezi, članstvo u EU povezano je sa smanjenjem vjerojatnosti neočekivanih promjena u zakonodavnom sustavu, industrijskim standardima te administrativnim postupcima u promatranim gospodarstvima. Ovo smanjuje averziju investitora kao i premiju na rizik za ulaganja u takve zemlje. 3) Također, ispunjavanje uvjeta za članstvo te ulazak u EU implicira eksternu validaciju kvalitete ekonomskog upravljanja i institucionalnog razvoja te osigurava implicitna jamstva vezano uz buduću makroekonomsku stabilnost, institucionalni i zakonodavni okvir te političku stabilnost zemlje. 4) Ulaskom u EU države stječu pravo na značajno povećanje priljeva iz strukturnih fondova EU čiji je cilj pomoć državama odnosno regijama koje zaostaju u socio-ekonomskom i institucionalnom razvoju. Perspektiva primitka i učinka ovakve financijske pomoći doprinosi poboljšanju investicijske privlačnosti ovakvih zemalja. 5) Nadalje, članstvo u EU tj. jedinstvenom europskom tržištu nudi mogućnost tvrtkama smještenim u postojećim državama članicama EU priliku za realociranje proizvodnje u zemlje s nižim proizvodnim troškovima. Članstvo u EU također smanjuje vjerojatnost administrativnog protekcionizma od strane postojećih država članica EU (prema trećim zemljama).

Na kraju, ključno je spomenuti da kontroliranje za proces privatizacije ne narušava postojeće rezultate empirijske analize tj. financijski aranžmani Fonda i dalje vode do statistički značajnog katalitičkog učinka na priljeve FDI.

Ovdje također treba istaknuti da spomenuti rezultati predstavljaju tek početak analize odnosa između financijskih aranžmana Fonda i priljeva FDI, te uloge privatizacije u tom kontekstu. Dublje analize iziskivale bi podatke o npr. broju i vrsti privatizacijskih uvjeta u pojedinačnim financijskim aranžmanima Fonda za

promatrano vremensko razdoblje i skupinu zemalja, koji trenutno nisu javno dostupni. Kako se raspoloživost i kvaliteta podataka budu povećavali, bit će moguće dalje produbiti ove inicijalne analize.

Prilikom analize osjetljivosti, **kontrolira se i za troškove rada po jedinici proizvoda** (troškovi rada prilagođeni za produktivnost). Kao što je vidljivo iz Tablice 4, empirijski se potvrđuje teorijska postavka prema kojoj niži troškovi ovakve vrste dovode do povećanog priljeva FDI. Međutim, koeficijent uz ovu varijablu statistički je značajan samo u modelu M5 (bez fiksnih efekata), za razliku od modela M4 (s fiksnim efektima). Ovakav empirijski rezultat moguće je objasniti činjenicom da fiksni efekti apsorbiraju statistički značaj varijabli koje se sporo mijenjaju, kao što je ovdje slučaj. U svakom slučaju, kontroliranje za navedene varijable ne narušava postojeće empirijske rezultate tj. financijski aranžmani Fonda u prosjeku dovode do pozitivnog i statistički značajnog priljeva FDI – tj. moguće je utvrditi postojanje katalitičkog učinka.

Također valja napomenuti da su **rezultati modela procijenjenog u poglavlju 4.3. verificirani i u poglavlju 4.4.** – Naime, utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija testiran u poglavlju 4.3. korištenjem TS procjenitelja, ponovno je testiran upotrebom alternativnog procjenitelja (ML procjenitelj) te ponešto drukčijeg modela tretmanskog efekta u onoj mjeri u kojoj su to dozvoljavali rezultati postestimacijskog testiranja kao i konceptualne datosti. U tom smislu, rezultati iz poglavlja 4.4. podupiru relevantne rezultate iz poglavlja 4.3. - u oba slučaja, financijski aranžmani Fonda u cjelini (operacionalizirani kroz varijablu imfparticipatall) u prosjeku dovode do statistički značajnog i pozitivnog priljeva FDI – tj. do katalitičkog učinka Fonda.

Tablica 4: Testiranje osjetljivosti procjene utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe

	M1	M2	M3	M4	M5
Jedn. tret. efekta:					
L.fdii_gdp	0.4181***	0.4186***	0.4061***	0.4032***	0.4965***
	(0.0616)	(0.0605)	(0.0624)	(0.0594)	(0.0540)
L.relltiusa	-0.8544**	-0.7873**	-1.0120**	-0.5512	-0.4037
	(0.3720)	(0.3880)	(0.4178)	(0.4193)	(0.3234)
L.infrastructure	0.1493**	0.1467**	0.1223	0.0744	0.1021**
	(0.0728)	(0.0724)	(0.0836)	(0.0895)	(0.0455)
L.euintegration1	2.8948**	2.3737*		1.2792	0.9860
	(1.4452)	(1.2964)		(1.3574)	(1.1319)
L.natresources	0.0828	0.0769	0.0802	0.0853	0.0465**
	(0.0509)	(0.0535)	(0.0529)	(0.0588)	(0.0204)
L.gdppccd	-0.0001				
	(0.0002)				
L.logpop		-5.0271			
		(17.9820)			
L.privatisation			0.1290		
			(0.9118)		
1L.euintegration1 # L.privatisation			0.7576**		
			(0.3672)		
L.logulc				-0.4107	-0.6516*
				(0.3609)	(0.3552)
imfparticipatall	4.9678*	6.0514***	6.6921***	4.9546**	4.2524***
	(2.6880)	(2.1873)	(2.4221)	(2.4195)	(1.5011)
Constant	-1.1345	72.9865	-2.5163	-0.8288	-0.3146
	(3.3497)	(269.6825)	(4.0370)	(3.1437)	(2.2552)
Selekc. jednadžba:					
L.ungavotingusa	4.8560***	4.8560***	5.2098***	4.9466***	4.9466***
	(1.4418)	(1.4418)	(1.4608)	(1.6970)	(1.6970)
L.gdppccd	-0.0002***	-0.0002***	-0.0002***	-0.0002***	-0.0002***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
L.reserves	-0.2002***	-0.2002***	-0.1543**	-0.2400***	-0.2400***
	(0.0667)	(0.0667)	(0.0676)	(0.0809)	(0.0809)
L.pastimfparticip	0.0803***	0.0803***	0.0497	0.1303***	0.1303***
	(0.0299)	(0.0299)	(0.0324)	(0.0365)	(0.0365)
Constant	-0.7256	-0.7256	-0.8591	-1.2254	-1.2254
	(0.7549)	(0.7549)	(0.7613)	(0.9135)	(0.9135)
hazard					
lambda	-2.9384*	-3.5922***	-3.8797***	-2.9231**	-2.6421***
	(1.5804)	(1.2570)	(1.3953)	(1.4091)	(0.9656)
Observations	237	237	221	169	169
FE	DA	DA	DA	DA	NE

Stnadardne pogreške u zagradama
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$
Izvor: izračun autorice

4.5.2. Osjetljivost rezultata procijenjenog modela vezano uz dokazivanje PH2

U ovom kontekstu moguće je ispitati razliku između **kratkoročnih i dugoročnih efekata financijskih aranžmana MMFa na priljeve FDI** u promatranoj skupini zemalja. Pregled literature ukazuje da su dosadašnji članci koji istražuju navedenu tematiku (pa tako i ovo istraživanje) usmjereni prvenstveno na kratkoročne efekte, što potvrđuju i Bird i Rowlands (2014). Slijedom navedenog, operacionalizacija dugoročnih efekata predstavlja jedan od konceptualnih izazova. Međutim, u spomenutoj cjelokupnoj literaturi postoji jedna autorica koja, iako usmjerena na istraživanje kratkoročnih efekata Fonda, na marginama svog istraživanja uvodi razliku između kratkoročnih i dugoročnih efekata Fonda na priljeve FDI na globalnoj razini. M. Bauer (2011) operacionalizira dugoročne efekte Fonda na priljeve FDI oblikovavši zavisnu varijablu tj. priljeve FDI kao trogodišnji pomični prosjek.

Naime, u usporedbi s primjerice portfeljnim izravnim investicijama FDI se smatraju dugoročnijim tipom investicija. Jednom kada inozemni izravni investitori uđu u zemlju primateljicu, njihove investicije u zemlji primateljici karakterizira veća razina nelikvidnosti u odnosu na razdoblje prije ovakve transakcije. (Jensen 2006). Stoga je ovaj tip investicija neelastičniji od portfeljnih izravnih investicije. Zbog ovakve neelastičnosti, promjene u ekonomskim politikama i pokazateljima zemlje primateljice pa tako i sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda mogu iziskivati određeno vrijeme prije no što inozemni izravni investitori budu u mogućnosti primjereno na njih reagirati (Joyce 2014). Tim više što je i multinacionalnim kompanijama također potrebno određeno vrijeme kako bi donijele interne odluke te ih potom i provele u djelo. K tome, podaci o pojedinim promjenama u ekonomskim politikama ili pokazateljima u zemlji primateljici također su ponekad dostupni tek s određenim vremenskim odmakom.

U tom smislu, u ovom dijelu istraživanja usvaja se pristup M. Bauer (2011) te se zavisna varijabla (FDI kao udio u BDPa za pojedinačne države i godine) oblikuje kao trogodišnji pomični prosjek. Tablica 5 ukazuje da je u trogodišnjem razdoblju, prethodno opisan utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljeve FDI i dalje prisutan (uz isti predznak), no u smanjenom intenzitetu.

Tablica 5: Procjena dugoročnog utjecaja osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe

	SBA	EFF	ECF	IMFALL
Jedn. tret. efekta				
L.fdii_gdp	0.5247***	0.4844***	0.4807***	0.5188***
	(0.0202)	(0.0569)	(0.0560)	(0.0217)
L.gdppccd	0.0000	-0.0001*	-0.0001***	0.0001
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)
L.growth	0.0469	0.0600*	0.0783**	0.0541
	(0.0294)	(0.0315)	(0.0344)	(0.0364)
L.wagesc	-0.0002***	-0.0001***	-0.0002***	-0.0002***
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0000)
L.loginflation01	-0.2551**	-0.0475	-0.2865***	-0.2995**
	(0.1196)	(0.1759)	(0.0967)	(0.1208)
sbaparticipation	3.9293***			
	(1.3957)			
effparticipation		-3.1855*		
		(1.8525)		
ecfparticipation			-4.3283***	
			(1.5318)	
imfparticipatall				3.5955**
				(1.7281)
Constant	0.6988	3.4183***	4.4413***	0.0618
	(0.9105)	(0.2326)	(0.9925)	(1.5070)
Selekc. jednadžba				
L.gdppccd	-0.0001**	-0.0004***	-0.0017***	-0.0002***
	(0.0000)	(0.0001)	(0.0006)	(0.0001)
L2.electionsparl	0.1860**	-0.0614	-0.2770***	0.2663**
	(0.0894)	(0.1834)	(0.1018)	(0.1274)
L.pastimfparticip	0.0340	-0.1333**	0.2332**	0.0098
	(0.0235)	(0.0523)	(0.1128)	(0.0233)
L.numberunder	-0.0215***	0.0810***	-0.0475	-0.0213**
	(0.0065)	(0.0298)	(0.0354)	(0.0090)
Constant	1.0102**	-3.5476*	2.7049	1.9108***
	(0.4675)	(1.9375)	(2.1707)	(0.5424)
rho	-0.8898	0.7764	0.8691	-0.8520
sigma	3.3354	2.8374	2.7586	3.2098
lambda	-2.9679	2.2029	2.3977	-2.7347
Observations	311	311	311	311
Wald test (rho=0), prob>chi^2	0.0031	0.0173	0.0142	0.0348

Cluster standardne pogreške u zagradama (clusteri su pojedinačne države)
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$
Izvor: izračun autorice

Rezultati procijenjenog modela vezano uz dokazivanje PH2 također su robusni i na eliminiranje rasta (growth) iz jednadžbe tretmanskog efekta, kao i na uvrštavanje u selekcijsku jednadžbu varijable koja operacionalizira razinu političkog konflikta

(conflict) umjesto varijable koja iskazuje broj trenutnih država korisnica financijskih aranžmana Fonda na globalnoj razini u pojedinačnim godinama (numberunder).

5. MAKROEKONOMSKA OCJENA KATALITIČKOG UČINKA FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA ZEMLJE SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE

Temeljem razumijevanja korištenog ekonometrijskog okvira moguće je pristupiti interpretaciji rezultata povedene procjene modela tretmanskog efekta u svrhu odgovora na ključna istraživačka pitanja. Središnji nalazi ovog istraživanja potvrđuju znanstvenu hipotezu prema kojoj financijski aranžmani s MMFom u cjelini dovode do katalitičkog učinka u smislu povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe. Pritom, kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u tom smislu, mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Kako dakle ekonometrijski rezultati istraživanja ukazuju na važnost dvaju čimbenika – kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice na gospodarske promjene te utjecaja Fonda u tom smislu, korisno je oblikovati različite kombinacije navedenih elemenata te dodatno obogatiti rad ilustrirajući njihovu ulogu u proučavanom kontekstu putem 4 studije slučaja.

5.1. Prikaz rezultata analize katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija

Istraživanje utjecaja MMFa je relativno recentna tema u znanstvenoj literaturi, a ovakva situacija još je izraženija ukoliko se pozornost usmjeri posebice na znanstveno istraživanje odnosa između financijskih aranžmana MMFa i priljeva inozemnog kapitala uključujući inozemne izravne investicije. Postojeće studije na ovu temu rađene su na globalnoj razini te stoga prema saznanjima autorice trenutno ne postoje javno dostupni znanstveni radovi s temom utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (CESEE).

Stoga se u prvoj fazi istraživanja ovog doktorskog rada odgovara na pitanje dovode li financijski aranžmani Fonda do povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u spomenutoj regiji u razdoblju između 1990. te 2013. godine, uzimajući u obzir i specifičnosti CESEE područja. Rezultati empirijskog istraživanja[29] ukazuju da, kontrolirajući za endogenu pristranost, financijski aranžmani s MMFom u cjelini dovode do statistički značajnog povećanja priljeva FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (katalitički učinak Fonda), čime se dokazuje PH1.

Rezultati procjene modela iz tablice 1 također ukazuju da ekonomske varijable poput manjka inozemnih rezervi kao i niža razina razvoja povećavaju vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa. Smanjena razina rezervi izraženih u mjesecima uvoza indicira povećanu vjerojatnost poteškoća u adresiranju platnobilančnih ranjivosti te špekulativnih napada. Niža razina razvoja se pak povezuje sa smanjenom sposobnošću brzih ekonomskih prilagodbi te slabijim pristupom međunarodnim tržištima kapitala. Nadalje, programe MMFa karakterizira svojevrsni recidivizam tj. sudjelovanje u financijskim aranžmanima u prethodnim vremenskim razdobljima povećava vjerojatnost sudjelovanja u sadašnjem razdoblju. Ovo je moguće objasniti činjenicom da je granični suverenitetni trošak sklapanja novog aranžmana s Fondom relativno nizak. K tome, rezultati istraživanja ukazuju da politička bliskost sa SADom kao najmoćnijom državom članicom Fonda povećava vjerojatnost sudjelovanja u aranžmanima Fonda, što ukazuje na snažnu vjerojatnost političkog trgovanja glasovima u zamjenu za aranžmane Fonda.

Vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija, financijski aranžmani Fonda imaju snažan statistički pozitivan učinak. Ovaj učinak je prisutan i kad kontroliramo za niz faktora kao što su aglomeracijski efekt FDI te egzogene karakteristike poput globalnih kamatnih stopa. Aglomeracijski efekt moguće je objasniti razlikama u klasičnim komparativnim prednostima, tendencijom ponašanja krda kod investitora te pozitivnim eksternalijama koje nastaju prostornim grupiranjem FDI. Nadalje, razvijena infrastruktura također statistički značajno doprinosi priljevu FDI, kao i bogatstvo prirodnih resursa, no koeficijent uz ovu varijablu blago prelazi prag statističke značajnosti. Razvijena infrastruktura olakšava komunikaciju s matičnim poduzećem u inozemstvu kao i proces prikupljanja informacija te smanjuje troškove distribucije. Na

[29] Iz poglavlja 4.3.

kraju, važno je spomenuti i pozitivan značaj institucionalne transformacije aproksimirane kroz članstvo u EU.

Nakon procjene modela provedena je i analiza osjetljivosti rezultata na određene promjene u jednadžbama odnosno procjeniteljima (tablica 4). Tako npr. kontroliranje za razinu razvoja ili broj stanovnika u jednadžbi tretmanskog efekta ne dovodi do supstancijalnih promjena u rezultatima. Slično je i s jediničnim troškom rada. Sljedeći način testiranja osjetljivosti rezultata je ispitivanje uloge privatizacije u okviru procjene utjecaja aranžmana Fonda na priljeve inozemnih izravnih investicija. Rezultati testiranja ukazuju da privatizacija sama po sebi ne predstavlja statistički značajnu odrednicu u modeliranju utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljeve FDI. Međutim, privatizacija u interakciji s varijablom koja operacionalizira EU integraciju ukazuje na pozitivan i statistički značajan utjecaj ovog odnosa u procijenjenom modelu. Dakle, promatrano u kontekstu proučavanja utjecaja financijskih aranžmana Fonda na priljev FDI u tranzicijskim zemljama, inozemni izravni investitori ne ulaze u promatrane zemlje samo zato što one provode proces privatizacije. Oni se odlučuju za značajna ulaganja samo u one zemlje koje uz proces privatizacije provode i proces EU integracija.

Ovakve empirijske rezultate moguće je objasniti činjenicom da takve zemlje može karakterizirati poboljšana investicijska privlačnost slijedom niza razloga: kao prvo, sveobuhvatni proces harmonizacije zakonodavstva zemlje s pravnom stečevinom Europske unije povezan s procesom EU integracija rezultira povećanom ekonomskom, političkom i pravnom stabilnošću zemlje primateljice. Ovo pak poboljšava percepciju inozemnih investitora te također smanjuje njihov trošak kapitala kako se snižava tražena premija na rizik ulaganja o ovakve zemlje. K tome, inozemni investitori mogu percipirati članstvo u EU kao eksternu validaciju ekonomske politike i institucionalnog razvoja ovakvih zemalja te kao djelomičnu garanciju budućeg smjera njihovih ekonomskih politika. Nadalje, članstvo u Europskoj uniji eliminira rizik administrativnog protekcionizma od strane postojećih država članica te donosi sa sobom perspektivu sudjelovanja u strukturnim i kohezijskim fondovima. Na kraju, važno je primijetiti da kontroliranje za proces privatizacije ne mijenja prirodu empirijskih nalaza vezano uz katalitički učinak Fonda koji je i dalje prisutan.

Rezultati empirijskog istraživanja koji ukazuju na postojanje katalitčkog učinka Fonda mogu pomoći u objašnjavanju zbog čega su vlade promatranih država bile spremne sudjelovati u financijskim aranžmanima Fonda usprkos različitim mišljenjima i kontroverzama vezanim uz programe MMFa te zbog čega im je bila važna pozitivna potvrda (*seal of approval*) Fonda. Rezultati također impliciraju da postoji praktična mogućnost za nositelje ekonomske politike u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe za korištenje Fonda kao instrumenta za poboljšanje percepcije inozemnih investitora.

Međutim, postoje i razlozi zbog čega bi nositelji ekonomske politike trebali biti oprezni prilikom donošenja odluka vezano uz angažman MMFa u ovom kontekstu. Kao prvo, važno je ne poopćavati – ovi rezultati odnose se na konkretnu skupinu zemalja u promatranom vremenskom razdoblju te se također fokusiraju na priljev inozemnih izravnih investicija za razliku od ostalih tipova inozemnog kapitala. Nadalje, nepostojanje konsenzusa vezano uz argumente za i protiv postojanja katalitičkog učinka Fonda kao i empirijski rezultati na globalnoj razini indiciraju da katalitički učinak Fonda ne može biti smatran univerzalnom te uvijek prisutnom pojavnošću. Ipak, kao što je vidljivo iz znanstvenih istraživanja prisutan je i značajan u pojedinim slučajevima. Stoga je važno tamo gdje se pokaže njegova prisutnost otići i korak dalje u znanstvenom istraživanju te pokušati identificirati okolnosti koje doprinose njegovom postojanju. U tom smislu, nakon što je u prvoj fazi istraživanja dokazano postojanje katalitičkog učinka, u drugoj fazi istraživanja identificira se važnost dvaju čimbenika - kredibilnog obvezivanje zemlje korisnice zajma na ekonomske promjene te utjecaja Fonda u smislu kreiranja poticaja za takvo obvezivanje – koji mogu doprinijeti katalitičkom učinku u regiji Srednje i Jugoistočne Europe.

Za početak se cjelokupni financijski aranžmani MMFa (u promatranoj skupini zemalja i razdoblju) raščlanjuju na tri osnovna tipa (Stand-By Arrangement - SBA, Extended Fund Facility - EFF te Extended Credit Facility - ECF). Analizom njihovih značajki vidljivo je da svaki od ovih triju tipova karakterizira specifična razina dvaju čimbenika, a to su 1. kredibilno obvezivanje zemalja korisnica na tražene ekonomske promjene (reforme) te 2. utjecaj MMFa u smislu stvaranja poticaja za zemlje korisnice na takvo obvezivanje. Takve razlike stoga mogu utjecati na percepciju inozemnih investitora operacionaliziranu kroz priljev inozemnih izravnih investicija (katalitički učinak).

Pregledom njihovih značajki i strukture, vidljivo je da ECF karakterizira niska razina kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice te utjecaja MMFa u tom smislu. SBA pak karakterizira visoka razina kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice te utjecaja MMFa u ovom kontekstu. Vezano uz spomenuta 2 čimbenika, EFF ima tzv. miješane karakteristike. U tom smislu očekuje se da će SBA tip aranžmana zabilježiti pozitivan katalitički učinak, dok će ECF tip aranžmana imati negativan katalitički učinak u promatranoj regiji. Na kraju, s obzirom na miješane karakteristike EFF aranžmana, nije bilo moguće a priori oblikovati jasna očekivanja u ovom kontekstu.

Potom se[30] ponaosob izračunava katalitički učinak za svaki od triju spomenutih tipova financijskih aranžmana Fonda. Iz empirijske perspektive pokazuje se sljedeće - Kod onog tipa financijskih aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama implicira visoku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene i snažan utjecaj Fonda u tom smislu (SBA), dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Kod onog tipa financijskih aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama implicira nisku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na ekonomske promjene odnosno slab utjecaj MMFa u tom smislu (ECF), dolazi do negativnog katalitičkog učinka tj. smanjenog priljeva inozemnih izravnih investicija. Kod onog tipa financijskih aranžmana koji imaju tzv. miješane karakteristike (EFF), katalitički učinak je također negativan.

Ovakvi rezultati ukazuju na značaj dvaju čimbenika - 1) kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene odnosno 2) utjecaja MMFa u tom smislu - koji mogu pozitivno djelovati na razinu katalitičkog učinka odnosno doprinijeti katalitičkom učinku.

Uz navedeno, korisno je promotriti detaljnije rezultate pojedinačne procjene katalitičkog učinka za svaki od triju tipova financijskih aranžmana Fonda (SBA, EFF, ECF) kao i za cjelokupno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda, prikazane u tablicama 2 i 3. Ovdje je moguće primijetiti sličnosti ali i različitosti između pojedinih tipova financijskih aranžmana Fonda vezano uz njihove odrednice, kao i utjecaj na priljev inozemnih izravnih investicija.

U selekcijskoj jednadžbi, kao što je teorijski i predviđeno, niža razina razvoja vodi do povećane vjerojatnosti korištenja svih tipova financijskih aranžmana Fonda.

[30] U poglavlju 4.4.

To je moguće objasniti činjenicom da je niža razina razvoja zemlje povezana s manjim stupnjem diversifikacije ekonomske strukture, povećanom ranjivosti prema eksternim nestabilnostima, teškoćama u brzoj ekonomskoj prilagodbi, nižoj razini likvidnosti te većim ograničenjima u pristupu međunarodnim tržištima kapitala.

Prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda predstavlja statistički značajnu odrednicu svakog pojedinačnog tipa financijskih aranžmana MMFa. No, vidljive su razlike u predznaku. Tako je empirijski potvrđeno da sudjelovanje u SBA te EFF tipu aranžmana karakterizira recidivizam. To je objašnjivo činjenicom da su politički troškovi sudjelovanja u novom financijskom aranžmanu tj. troškovi suverenosti manji za zemlju koja je već sudjelovala u financijskim aranžmanima MMFa, nego ukoliko to nije slučaj. Za razliku od SBA i ECF aranžmana, prethodno sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda povezano je sa smanjenom vjerojatnošću sudjelovanja u EFF programima pomoći. To može značiti da su programi Fonda rezultirali poboljšanjem ekonomskih uvjeta u promatranoj zemlji, što je sukladno deklariranoj ulozi Fonda.

Nadalje, broj zemalja koje u promatranoj godini sudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda također je statistički značajno povezan s vjerojatnošću sudjelovanja u aranžmanima MMFa. Za sve tipove financijskih aranžmana Fonda (uključujući i sudjelovanje u cjelokupnim aranžmanima Fonda) osim EFFa ovaj odnos je negativan. Iz perspektive znanstvenog pravca javnog izbora (*public choice view*) jedan od ključnih ciljeva MMFa je maksimizacija vlastite važnosti, prestiža i financijskih sredstava. Stoga postoji smanjena vjerojatnost financijskog aranžmana ukoliko veći broj zemalja već sudjeluje u nekom od programa pomoći MMFa, jer je organizacijska potreba Fonda za promicanjem zajmova zadovoljena, a njegova proračunska ograničenja izraženija. EFF tip aranžmana pak karakterizira suprotan učinak tj. pozitivan odnos između broja zemalja sudionica u zajmovima Fonda i vjerojatnosti financijskih aranžmana Fonda. Broj zemalja u aranžmanima Fonda u pojedinoj godini može predstavljati aproksimaciju globalnih ekonomskih uvjeta. Što su globalni ekonomski uvjeti negativniji to je veći broj zemalja u aranžmanima Fonda jer on provodi zadatak globalnog „pomagača u krizi“ (sukladno interpretacijama znanstvenog pravca funkcionalizma). K tome, što je veći broj zemalja trenutno u aranžmanu Fonda to su niži percipirani troškovi suverenosti za potencijalne zemlje korisnice te su one sklonije sudjelovanju u financijskim aranžmanima.

Na kraju je potrebno istaknuti i važnost dinamike izbornog ciklusa vezano uz financijske aranžmane Fonda. Empirijski rezultati ukazuju da kod SBA tipa financijskog aranžmana kao i kod MMF financijskih aranžmana u cjelini (oznaka IMFALL u tablicama procjene modela broj 2 i 3) u prvom dijelu mandata (točnije u drugoj godini nakon izbora) postoji visoka statistička vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Ovakav odnos moguće je objasniti činjenicom da nositelji ekonomske politike mogu prebaciti odgovornost za potrebu provedbe reformi na MMF, a k tome se nadaju da će provedba programa uroditi poboljšanjem ekonomskih uvjeta te će percipirani troškovi i bol ekonomskih reformi biti zaboravljeni do novih izbora. Kod ECF tipa financijskih aranžmana postoji negativna odnos između navedenih varijabli na razini značajnosti od 10 posto (tablica 3). Jedno od mogućih objašnjenja za ovu pojavnost je činjenica da su ECF tipovi aranžmana sličniji međunarodnoj pomoći, percipirana razina obvezivanja i očekivane provedbe financijskih aranžmana od strane države primateljice je relativno niža, kao i utjecaj Fonda. Stoga ovakve zemlje ne koriste političko-ekonomski ciklus na gore opisani način, već u ovom razdoblju mandata svoj političko-izborni „kapital“ nastoje ne „narušiti“ reformskim paketima i socijalnim tenzijama koje se asociraju sa sudjelovanjem u aranžmanima Fonda.

Jednadžba tretmanskog efekta ukazuje, pak, na značaj i eksplanatornu važnosti kontrolnih varijabli kao što su prethodni priljev FDI u promatranom području, ekonomski rast te razlike u troškovima rada (tj. plaća). Aglomeracijski efekt FDI predstavlja jednu od ključnih kontrolnih varijabli vezano uz priljev inozemnih izravnih investicija za svaki od proučavanih tipova financijskih aranžmana. Razlog tome mogu biti pozitivne eksternalije koje nastaju prostornim grupiranjem FDI zbog postojanja koncentracije potrebnih znanja, specijaliziranog tržišta rada i mreže distributera. Aglomeracija može biti uzrokovana i činjenicom da inozemni investitori u nedostatku detaljnih informacija o pojedinoj zemlji, tretiraju razinu postojećih investicija u promatranom gospodarstvu kao signal povoljnog investicijskog okružja.

Nadalje, ekonomski rast je također statistički značajna kontrolna varijabla u ovom kontekstu. Koeficijent uz ovu varijablu ima pozitivan predznak tj. visoke stope rasta percipiraju se od strane inozemnih investitora kao indikator više produktivnosti te visokih očekivanih stopa rasta i u bliskoj budućnosti.

Empirijski rezultati također ukazuju da je troškovna učinkovitost u zemljama primateljicama tj. niži troškovi plaća jedna od važnih lokacijskih odrednica priljeva FDI, pa stoga i komparativnih prednosti, u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe. Nadalje, također je moguće primijetiti da makroekonomska stabilnost aproksimirana kroz nisku inflaciju potiče priljeva FDI u promatrane zemlje (ECF aranžman, tablica 3).

U jednadžbu tretmanskog efekta uvrštena je i razina razvoja. Naime, sudjelovanje u pojedinim tipovima financijskih aranžmana Fonda određeno je razinom dohotka. Niža razina dohotka implicira i veću vjerojatnost sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda. Kako SBA tip financijskih aranžmana prvenstveno koriste zemlje visoke i srednje razine dohotka, te su relativno slične tendencije prisutne i kod EFF tipa aranžmana, dok je ECF tip aranžmana namijenjen zemljama niske razine dohotka; ove razlike mogu utjecati i na percepciju te odluke inozemnih izravnih investitora. Stoga je u jednadžbu tretmanskog efekta uvrštena i ova kontrolna varijabla. BDP per capita uglavnom nije statistički značajna, osim u slučaju ECF aranžmana (u tablici 3) gdje ima negativan predznak za razliku od SBA te IMFALL aranžmana. Inozemni investitori mogu percipirati ovakva siromašnija tržišta kao atraktivna s obzirom da ih promatraju kao (brzo)rastuća, kako bi stekli inicijalnu prednost pred drugima, ili zato što su u potrazi za nižim troškovima proizvodnje. Ovakve države također mogu privući inozemne investitore u skladu s većim graničnim proizvodom kapitala.

Na kraju, potrebno je razmotriti rezultate vezano uz ključni promatrani odnos - između pojedinačnih tipova financijskih aranžmana Fonda te priljeva FDI. Kao što je vidljivo iz tablice 2, SBA tip financijskih aranžmana ima pozitivan utjecaj na priljev FDI, dok ECF te EFF tip aranžmana imaju negativan utjecaj na priljev FDI. K tome, i u ovom slučaju se još jednom empirijski potvrđuje pomoćna hipoteza 1 (tj. postojanje katalitičkog učinka), jer procjene obaju modela (iz poglavlja 4.3. te 4.4. doktorske disertacije) ukazuju da je utjecaj cjelokupnih financijskih aranžmana MMFa (oznaka IMFparticipatall) na priljev FDI statistički značajan i pozitivan.

Upotreba cluster standardnih pogreški u odnosu na robusne standardne pogreške ne mijenja procijenjene koeficijente, no može rezultirati promjenama u standardnim pogreškama, odnosno u razini značajnosti pojedinačnih koeficijenata (Stock i Watson 2008). No, tablica 3 također ukazuje na kvalitativno i supstancijalno

nepromijenjene rezultate u odnosu na one prikazane u tablici 2. Dakle, bez obzira na korištenu tipologiju standardne pogreške, znanstveno je dokazana PH2.

Naime, empirijski se pokazuje sljedeće – kod onih tipova financijskih aranžmana (SBA) koji po svojoj strukturi i karakteristikama impliciraju višu razinu kredibilnog obvezivanje zemlje primateljice na gospodarske promjene i veći utjecaj Fonda u tom smislu dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Kod onih tipova financijskih aranžmana (ECF) koji po svojoj strukturi i karakteristikama impliciraju nižu razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na ekonomske promjene odnosno manji utjecaj MMFa u tom smislu dolazi do negativnog katalitičkog učinka tj. smanjenog priljeva inozemnih izravnih investicija. Onaj tip financijskih aranžmana koji ima miješane karakteristike (EFF) također dovodi do negativnog katalitičkog učinka. Općenito uzevši, navedeni empirijski rezultati ukazuju da kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u smislu kreiranja poticaja za takvo obvezivanje države članice, mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

I u ovoj fazi istraživanja provedena je analiza osjetljivosti rezultata (tablica 5). Zbog smanjene elastičnosti inozemnih izravnih investicija nakon što jednom uđu u zemlju primateljicu, zavisna varijabla (FDI kao udio u BDPu za pojedinačne države i godine) alternativno je redefinirana u obliku trogodišnjeg pomičnog prosjeka. Potom je ponovno izračunat katalitički učinak za svaki od triju tipova financijskih aranžmana Fonda. Empirijski rezultati ukazuju da je prethodno opisan utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljeve FDI i dalje prisutan (uz isti predznak), iako u smanjenom intenzitetu. Rezultati procijenjenog modela vezano uz dokazivanje PH2 također su robusni i na eliminiranje rasta iz jednadžbe tretmanskog efekta, kao i na uvrštavanje u selekcijsku jednadžbu varijable koja operacionalizira razinu političkog konflikta umjesto varijable koja iskazuje broj trenutnih država korisnica financijskih aranžmana Fonda na globalnoj razini u pojedinačnim godinama.

Ovakvi sveukupni ekonometrijski rezultati ukazuju da, u onim okolnostima (odnosno kod onog tipa financijskih aranžmana Fonda kao što je SBA) gdje inozemni investitori percipiraju da se zemlje primateljice mogu kredibilnije obvezati na gospodarske promjene te gdje financijski aranžmani MMFa mogu stvoriti snažnije poticaje za takvo kredibilno obvezivanje, dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka u smislu statistički značajnog povećanja priljeva inozemnih izravnih investicija. Tamo

gdje to nije slučaj (ECF te EFF tip aranžmana) dolazi do statistički značajnog smanjenja priljeva inozemnih izravnih investicija. Takvi rezultati stoga ukazuju na značaj dvaju čimbenika – 1) kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene odnosno 2) utjecaja MMFa u tom smislu – koji mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak. Ovim se ujedno potvrđuje i PH2.

(U širem smislu ovakvi rezultati naznačuju da ono što je ključno za katalitički učinak jest percepcija inozemnih investitora vezano uz perspektivu provedbe gospodarskih promjena, odnosno njihovo očekivanje da će spomenute reforme biti provedene. Tamo gdje inozemni investitori percipiraju pozitivnu perspektivu gospodarskih promjena u budućnosti, slijedom kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice aranžmana odnosno slijedom utjecaja Fonda u smislu stvaranja poticaja za takvo obvezivanje, dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Tamo gdje to nije slučaj, katalitički učinak je negativan).

5.2. Implikacije rezultata analize katalitičkog učinka Međunarodnog monetarnog fonda na priljev inozemnih izravnih investicija

Nakon što je potvrđena temeljna hipoteza i pomoćne hipoteze, korisno je dodatno obogatiti doktorski rad prikazom 4 relevantne studije slučaja. Njihova svrha je višestruka:

Upotrebom ekonometrijskog testiranja, temeljem godišnjih podataka vezano uz testirane varijable za pojedinačne zemlje, korišteni model identificira tretmanski efekt (tj. katalitički učinak Fonda u ovom kontekstu) za sve zemlje iz uzorka na agregatnoj razini (regija Srednje i Jugoistočne Europe). Kontrolirajući za endogenu odnosno selekcijsku pristranost, katalitički učinak je u suštini razlika u priljevu FDI između zemalja koje sudjeluju i ne sudjeluju u financijskim aranžmanima Fonda u promatranom vremenskom razdoblju. U ovom kontekstu, studije slučaja mogu pokazati jesu li rezultati ekonometrijskog istraživanja izračunati upotrebom modela tretmanskog efekta koji identificira promatrane katalitičke učinke na razini cjelokupnog uzorka, primjenjivi i na razini pojedinačne zemlje.

K tome, studije slučaja po svojoj prirodi stavljaju težište na kvalitativni tj. tekstualni diskurs, te je stoga kod njih moguće detaljnije opisati sofisticirane odnose i interakcije političko-ekonomske prirode koje kvantitativni modeli ne mogu primjereno operacionalizirati. Pri tome treba uzeti u obzir da baš zbog takve njihove prirode ovakav pristup ne kontrolira za endogenu pristranost, a također nije moguće poopćavati nalaze pojedinačnih studija na agregatnu razinu.

Stoga je slijedeći pristup recentne znanstvene literature na ovu temu, za verifikaciju znanstvenih hipoteza u doktorskom radu korištena ekonometrijska metodologija tretmanskog efekta, a tek potom su oblikovane studije slučaja za nekoliko odabranih zemalja isključivo kao dodatna ilustracija koja obogaćuje razumijevanje promatrane pojavnosti.

Nadalje, valja podsjetiti kako rezultati ekonometrijskog istraživanja ukazuju na uloga dvaju čimbenika koji mogu doprinijeti katalitičkom učinku - kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene[31] te utjecaja Fonda (u

[31] U doktorskom radu se izrazi gospodarska promjena te reforma koriste kao istoznačnice.

smislu stvaranja poticaja za takvo obvezivanje zemlje korisnice. U nastavku je stoga moguće oblikovati različite postavke ovih dvaju čimbenika, te na razini pojedinačne zemlje i relevantnog razdoblja promatrati njihovu ulogu u smislu jačanja pozitivne percepcije inozemnih investitora, posvećujući posebnu pozornost konkretnom političko-ekonomskom aspektu promatrane pojavnosti.

Postavka 1: Čak i ako zemlja nema reputaciju kredibilnog provođenja reformi, u okolnostima gdje zemlja može pokazati dovoljno snažnu pozitivnu promjenu u razini kredibilne predanosti reformama, odnosno gdje Fond može stvoriti dovoljno snažan poticaj za zemlju korisnicu da se kredibilno obveže na provedbu reformi, može doći do jačanja priljeva FDI.

Ova postavka ilustrira se kroz studiju slučaja Bugarske.

Postavka 2: U okolnostima u kojima zemlja korisnica ima reputaciju provedbe reformi, može koristiti Fond kao instrument vanjskog pritiska koji će joj pomoći u snaženju daljnje kredibilne predanosti reformama i jačanju reputacije, te može doći do jačanja priljeva FDI.

Ova postavka ilustrira se kroz studiju slučaja Poljske.

Postavka 3: U okolnostima u kojima zemlja ulazi u financijski aranžman s Fondom, te (u pojedinom aspektu ekonomske politike) ne djeluje nužno u smjeru poticaja Fonda, no bez obzira na to ima snažnu kredibilnost predanosti reformama može doći do jačanja priljeva FDI.

Ova postavka ilustrira se kroz studiju slučaja Latvije.

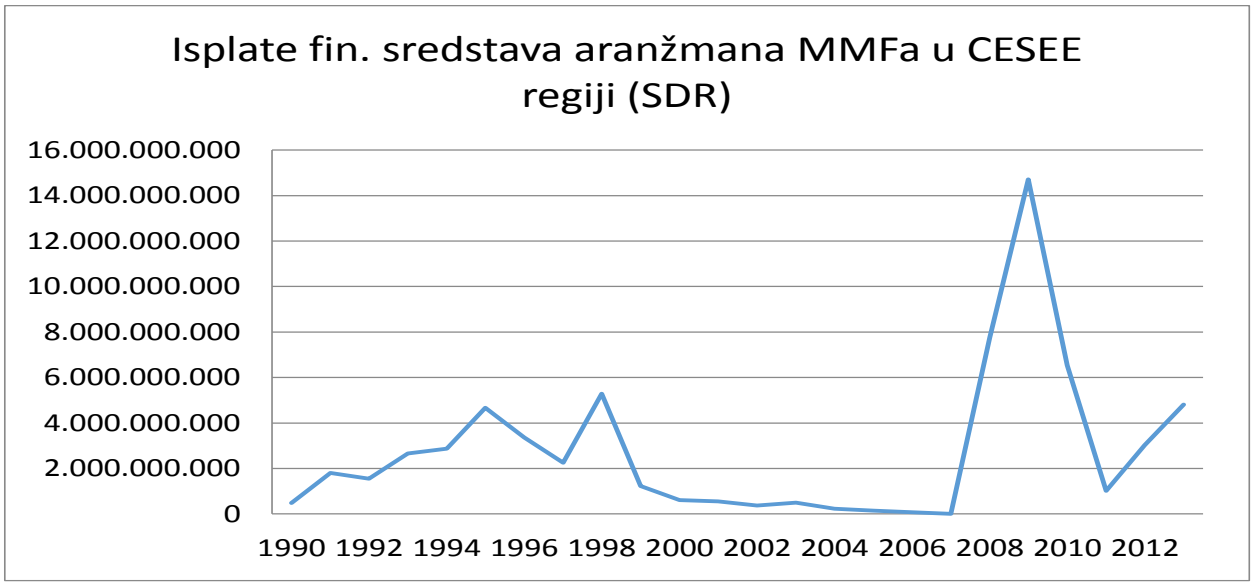
Postavka 4: Postoje i pojedinačni primjeri koji predstavljaju određen odmak od agregatnih rezultata istraživanja te ukazuju na moguća ograničenja u korištenju financijskih aranžmana Fonda za poboljšanje percepcije inozemnih investitora. Tako npr. **zemlja može otvoreno odbiti financijski aranžman Fonda te u određenim aspektima odbaciti mjere ekonomske politike koje on zastupa. No, no to ne**

znači nužno da će inozemni izravni investitori kazniti zemlju trajnim odljevom inozemnog kapitala. Ovakva situacija u djelomičnom je raskoraku s očekivanjima temeljem rezultata ekonometrijskog istraživanja.

Takve okolnosti ilustriraju se kroz studiju slučaja Mađarske, ali se potom ide i korak dalje te se pokušavaju dati neka od mogućih političko-ekonomskih objašnjenja zašto može doći do ovakve specifične situacije, te zašto inozemni kapital ne mora nužno zabilježiti odljev u ovakvom slučaju.

Ovdje se slijedi pristup Bird et al. (2000) stavljajući naglasak na upotrebu kvalitativnog diskursa koji ilustrira pojedinu postavku. Iza svake studije slučaja nalaze se i dva tablična prikaza koji omogućuju uvid u razdoblja sudjelovanja u financijskim aranžmanima MMFa te u kretanja ključnih ekonomskih pokazatelja uključujući priljeve inozemnih izravnih investicija u promatranom razdoblju i zemlji. Iz njih je vidljivo da nakon sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda u većini promatranih slučajeva dolazi do povećanja priljeva inozemnih izravnih investicija. No, kao što je prethodno navedeno, pristup studija slučaja nije u mogućnosti kontrolirati za endogenu pristranost. U prilogu 7 doktorskog rada stoga se daje i procjena katalitičkog učinka za pojedinačne 4 zemlje (vezano uz relevantne 4 studije slučaja) upotrebom modela tretmanskog efekta. No, valja istaknuti kako se u ovom slučaju radi o preliminarnim podacima prvenstveno ilustrativne prirode, jer je model tretmanskog efekta zbog svojih karakteristika i prirode namijenjen identifikaciji prosječnog tretmanskog efekta (tj. katalitičkog učinka Fonda) na agregatnoj razini za sve zemlje iz uzorka (Srednja i Jugoistočna Europa), korištenjem godišnjih podataka vezano uz testirane varijable za pojedinačne zemlje, a ne za identifikaciju katalitičkog učinka za pojedinačnu zemlju (Heckman 1976, Maddala 1983, Wooldridge 2010, Greene 2012).

Konačno, valja podsjetiti kako su u promatranom vremenskom obuhvatu doktorskog istraživanja (od 1990. do 2013.) financijski aranžmani Fonda u regiji bili posebice prisutni od sredine do kraja 1990ih godina, te potom od 2008. godine nakon izbijanja globalne krize. U tom smislu, od četiriju studija slučaja, prve dvije posebice su usmjerene na spomenuto razdoblje tijekom 1990ih, dok su druge dvije studije slučaja usmjerene na razdoblje od izbijanja financijske krize 2008. godine do danas.



Grafikon 1: Isplate financijskih sredstava aranžmana MMFa u regiji Srednje i Jugoistočne Europe (u specijalnim pravima vučenja).

Izvor: obrada autorice prema podacima MMFa

5.2.1. Studija slučaja-Bugarska:

Uvodno

U odjeljku 5.2.1., na primjeru Bugarske ilustrira se sljedeća postavka - **Čak i ako država nema reputaciju kredibilnog provođenja reformi, u okolnostima gdje država može pokazati dovoljno snažnu pozitivnu promjenu u razini kredibilne predanosti reformama, odnosno gdje Fond može stvoriti dovoljno snažan poticaj za državu korisnicu da se kredibilno obveže na provedbu reformi, može doći do jačanja priljeva FDI.**

Općenito uzevši, prvih sedam godina bugarske tranzicije karakterizirala je relativna politička nestabilnost te oklijevanje s ekonomskim reformama. U razdoblju od 1990. do 1999. Bugarska je imala 8 vlada od kojih su samo 3 imale većinsku podršku u parlamentu. Svaka od Vlada deklarativno se izjasnila u većoj ili manjoj mjeri za ekonomske reforme, te ih je većina sklopila financijske aranžmane s Fondom. Međutim, do 1997. godine niti jedan od aranžmana MMFa nije bio uspješno proveden. 1997. godine dolazi do snažnog obrata kada je ekonomska kriza (koju je karakterizirala nestašica potrošnih dobara, visoka inflacija, deprecijacija leva i slom bankarskog sustava) povezana s političkim previranjima i javnim protestima potakla tadašnju vladu da odstupi te su raspisani novi parlamentarni izbori. Stranka desnog centra UDS dolazi na vlast te uz podršku MMF aranžmana, uvodi valutni odbor, nakon čega je uslijedio ekonomski oporavak i jačanje priljeva inozemnog kapitala (uključujući FDI). U nastavku odjeljka ukratko će se prikazati razvoj događaja u ovom smislu.

Prikaz

Prvi aranžman s MMFom sklopljen je u ožujku 1991. godine s ciljem podrške u procesu liberalizacije cijena, promicanja vanjske trgovine, eliminiranja monetarne ekspanzije te pokretanja privatizacije. Međutim nakon isplate prve 3 tranše, MMF je suspendirao aranžman zbog neispunjavanja uvjetovanosti. Podršku provedbi ekonomskih reformi usporavao je i manjak političke podrške premijeru D. Popovu u

tom smislu te naglasak na potrebi adresiranja ustavnih pitanja prije nego se krene u rješavanje ekonomskih pitanja (Stone 2002).

Sljedeći aranžman zaključen je u travnju 1992. godine s ciljem makroekonomske stabilizacije i strukturnih reformi, međutim i on je suspendiran iz jednakih razloga. K tome, mjere ekonomske restrikcije dovele su do javnih protesta kao i političkih tenzija koje su rezultirale ostavkom premijera F. Dimitrova.

Treći aranžman s Fondom sklopljen je u travnju 1994. Premijer Berov navodi kako je jedan od ključnih motivacijskih faktora u ovom kontekstu bila potreba za inozemnom likvidnošću tj. refinanciranjem bugarskog vanjskog duga (Eke i Kutan 2005). Kako je većina spomenutog duga bila u vlasništvu komercijalnih banaka jedan od uvjeta za sklapanje sporazuma s Londonskim klubom bila je i otplata dospjelih potraživanja za kamate. Budući da Bugarska nije raspolagala odgovarajućom razinom inozemnih rezervi, obratila se MMFu. Međutim, nekoliko tjedana nakon sklapanja financijskog aranžmana s MMFom te sporazuma s Londonskim klubom, Vlada premijera Berova dala je ostavku. Pokazalo se da je bila prisiljena na ovakav korak zbog manjka političke podrške, kao i zbog implicitnog sporazuma s opozicijom prema kojem je zadržavala vladajući položaj isključivo u svrhu zaključivanja pregovora s međunarodnim financijskim institucijama. Nedugo nakon toga u listopadu 1994., MMF je suspendirao i ovaj aranžman s Bugarskom.

Nakon novih parlamentarnih izbora, Z Videnov iz Bugarske socijalističke stranke postao je novi premijer. Njegovu vladu karakterizirala je politička nestabilnost te deklarativni pokušaj provedbe niza kontradiktornih ekonomskih reformi. Naime, Vlada je deklarativno podržavala nastavak odnosa s međunarodnim financijskim institucijama nemalim dijelom i zbog trajnih poteškoća s vanjskim dugom. No s druge strane bila je značajno ograničena političkim obećanjima biračkom tijelu - Videnov je pobijedio na izborima temeljem populističkog programa koji se zasnivao na obećanju o zaustavljanju pada životnog standarda. U tom smislu najavio je „antikrizni program“ gdje se Vlada obvezala istovremeno smanjiti inflaciju i podići zaposlenost; ubrzati privatizaciju i agrarnu reformu te istovremeno ojačati industrijsku politiku. Čak i kada bi premijer dao dopuštenje ministru financija za mjere ekonomske restrikcije, to često nije bilo jamstvo da će ovakav prijedlog biti uspješno usvojen u parlamentu. Nadalje, iako je Bugarska socijalistička stranka (BSP) imala većinu u parlamentu, sastojala se od niza frakcija s različitim političkim prioritetima - od onih koje su nevoljko pristajale

na reforme do onih koje su zastupale doktrine centralnog planiranja. Stone (2002) tako navodi da u ovom kontekstu nije postojala stranačka disciplina te je premijer često morao lobirati kod vlastitih stranačkih kolega kako bi ih privolio na suradnju. Ministar financija Kostov navodi kako su na sastancima Vlade temelji donošenja političkih odluka bile rasprave o javnom mnijenju, te što dulja mogućnost odgađanja bolnih ekonomskih reformi.

Istovremeno se ekonomska politika temeljila na tenzijama između deklarativnog prihvaćanja tržišnih reformi te oklijevanja s njihovom stvarnom provedbom. U svom dijalogu s predstavnicima Vlade, MMF je insistirao na likvidaciji poduzeća i banaka s nezadovoljavajućim bilancama, prekidu financiranja poduzeća s gubicima od strane države i Bugarske nacionalne banke (BNB) te smanjenju fiskalnog deficita. Međutim, Vlada se opirala ovakvim reformama nastavljajući s ubrizgavanjem likvidnosti u gospodarstvo kroz spregu s nacionalnom bankom te nesankcioniranjem neučinkovitih poduzeća u vlasništvu države. Tako su i sindikati zahtijevali više plaće, dok upravljači ovakvih poduzeća nisu imali poticaja da se tome odupru. Sve navedeno rezultiralo je povećanjem agregatne potražnje i inflacije. Kako je Vlada dobila izbore i na obećanju zaustavljanja rasta cijena, posegnula je za njihovom administrativnom kontrolom (kontrola cijena pšenice), što je pak rezultiralo nestašicom potrošačkih dobara (kruha). Bankarski sektor karakterizirala je visoka razina sprege s političkom elitom te korupcije. Kapitalni zahtjevi vezano uz osnivanje komercijalnih banaka bili su vrlo niski (150 dolara). Tako su politički povezane privatne osobe osnivale komercijalne banke te osiguravale zajmove Bugarske nacionalne banke koji često nikad nisu bili otplaćeni. Ovakve banke često su upravljale financijskim transakcijama poduzeća u vlasništvu države te prisvajale dobit uspješnih poduzeća koja je potom prebacivana u financijske institucije u inozemstvu. Takve okolnosti utjecale su i na snažan otpor privatizaciji pojedinih interesnih skupina. Nadalje, visoki proračunski manjak države doveo je i do rasta kamatnih stopa, što je rezultiralo sve većim zaduživanjem u svrhu servisiranja duga. BNB je ubrizgavala likvidnost na bankovno tržište te kupovala državne obveznice u pokušaju podržavanja ekonomske politike Vlade. Ovo je pak utjecalo na deprecijacijske pritiske leva te snažno smanjenje inozemnih rezervi (Pop-Eleches 2009, p. 223). U toj situaciji, u pokušaju sprečavanja financijskog sloma Vlada je sklopila financijski aranžman s MMFom u lipnju 1996. godine.

Ključni ciljevi ovog aranžmana bili su smanjenje tzv. kvazi-fiskalnih manjkova (gubitaka koje su zabilježila poduzeća u vlasništvu države, a koji su se financirali bankovnim zajmovima te državnim subvencijama). Ovakvi zajmovi bili su ključni uzrok ekspanzivnoj monetarnoj politici koja je destabilizirala financijska tržišta. Fond je insistirao i na tzv. „izolaciji“ velikih državnih poduzeća koja su generirala 50 posto gubitaka. Ona je implicirala oslobađanje ovakvih poduzeća od obveze servisiranja svog duga, no nisu smjela uzimati nove zajmove za vrijeme „sanacijskog“ razdoblja od 1 godine. Nakon toga, trebala su biti zatvorena ukoliko i dalje nisu ostvarivala dobit.

Međutim, Vlada je prekršila niz predefiniranih uvjetovanosti. Rok za početak procesa izolacije bio je srpanj 1997., što je Vlada odbila provesti. Potom je BNB ubrizgala novu količinu likvidnosti u jednu od banaka koja je bilježila gubitke te je bila određena za likvidaciju. Ministarstvo financija također je uzelo novi zajam od Bugarske nacionalne banke koji nije bio prethodno usuglašen s Fondom. Sve navedeno rezultiralo je suspenzijom ovog MMF aranžmana nakon isplate samo jedne tranše u kolovozu 1996.

U sljedećih nekoliko mjeseci ekonomska i politička situacija snažno se pogoršala. Kako su se inozemne rezerve kontinuirano smanjivale u odsutnosti multilateralnog financiranja, Bugarska nacionalna banka susretala se sa sve većim ograničenjima u pokušaju intervencije na financijskim tržištima. Ovo je pak dovelo do snažne deprecijacije leva, što je dodatno pogoršalo inflacijske pritiske. Kako bi kontrolirali inflaciju, snažno su povećane kamatne stope, što je dodatno oslabilo bankarski sektor te doprinijelo kontrakciji ekonomske aktivnosti za gotovo 10 posto.

Nakon nekoliko mjeseci sve većih političkih tenzija unutar Bugarske socijalističke stranke, premijer Videnov dao je ostavku. Stranka je pokušala zadržati vlast, no nakon tjedana javnih protesta i uličnih nereda širom zemlje, početkom 1997. S. Sofiyanski (UDF stranka) imenovan je premijerom tzv. tehničke vlade do raspisivanja novih parlamentarnih izbora. Uz vrlo snažnu podršku i poticaje MMFa uveden je valutni odbor koji je ubrzo doprinio makroekonomskoj stabilizaciji. Vlada S. Sofiyanskog je provela pregovore s MMFom te provela sve tzv. prethodne aktivnosti (*prior actions*) potrebne za pokretanje novog SBA aranžmana. Stone navodi kako je Vlada svaki tjedan donosila nove zakonske i pod-zakonske akte potrebne za ispunjavanje spomenutih prethodnih aktivnosti.

U političkom smislu, Vlada S. Sofiyanskog se našla u jedinstvenoj situaciji – percepcija ekonomske krize među biračima ali i nositeljima ekonomske politike bila je toliko snažna da su se po prvi puta u povijesti bugarske tranzicije pripadnici stranki lijevog i desnog centra ujedinili u potrebi uvođenja i provođenja radikalnih ekonomskih reformi. Iako MMF obično ne pregovara s tehničkim vladama, u ovom slučaju napravljen je izuzetak jer se prema njihovom mišljenju došlo do jedinstvenog obrata u političkoj motivaciji Vlade te je bilo potrebno žurno iskoristiti kako je ne bi narušila sve dublja ekonomska kriza (Stone 2002).

Ključni element financijskog aranžmana s MMFom iz 1997. godine te ekonomske politike Vlade I. Kostova (koja je stupila na vlast u travnju iste godine) bilo je uvođenje valutnog odbora. U sljedećih nekoliko paragrafa ukratko se iznose karakteristike valutnog odbora te kako su predstavnici Fonda, a potom i bugarske Vlade promicali ovaj koncept.

Gore opisana ekonomska kriza i političke tenzije, osobito izražene u drugoj polovici 1996. godine, doprinijele su snažnom jačanju percepcije ekonomskih aktera ali i javnosti o potrebi kredibilnog i vidljivog odstupanja od ekonomskog i političkog pristupa reformama u prošlosti, kako bi se utjecalo na ekonomski oporavak. Odgovarajući stabilizacijski mehanizam trebao je djelovati na sprečavanje financijske nediscipline, smanjiti snažan teret financiranja duga, poboljšati percepciju leva na financijskim tržištima, mobilizirati kredibilno obvezivanje na ekonomske reforme nositelja ekonomske politike te široku podršku javnosti. (Gulde 1999, p. 37) U tom smislu, predstavnici Fonda, prvo su u internim raspravama, a potom i u dijalogu s bugarskom Vladom započeli s raspravama o ovom instrumentu ekonomske politike.

Valutni odbor je institucija koja se temelji na kredibilnom obvezivanju nositelja ekonomske politike na poštivanje fiksnog tečaja (gdje zemlja korisnica fiksira svoj tečaj uz valutu zemlje „sidra“ s trajnom, relativno niskom razinom inflacije), pri čemu su svi instrumenti ekonomske politike podređeni ovom cilju. Takav aranžman karakterizira jamstvo konvertibilnosti, a monetarne vlasti moraju osigurati dovoljnu količinu inozemnih rezervi za pokriće cjelokupne domaće ponude novca pri deklariranom deviznom tečaju. Domaća ponuda novca može se povećati isključivo ukoliko dođe do povećanja inozemnih rezervi, što je moguće samo temeljem neto priljeva inozemnog kapitala. Nezavisna institucija administrira kontrolu nad novčanom ponudom, međunarodnim rezervama i deviznim tržištima, dok su intervencije

nacionalne centralne banke u smislu otkupa obveznica ili kreditiranja banaka značajno ograničene odnosno zabranjene (Krugman et al. 2012).

Kao i svaki instrument ekonomske politike, i valutni odbor karakteriziraju prednosti i ograničenja. Valutni odbor može ojačati kredibilnost ekonomske politike, uspješno adresirati probleme visoke inflacije, prekomjernih zajmova komercijalnim bankama od strane nacionalne centralne banke te izraženo visokih kamatnih stopa na javni dug. U ovom kontekstu centralna banka gubi sposobnost diskrecijskog upravljanja monetarnom politikom, što bi trebalo rezultirati nižom razinom inflacije, pa i kamatnih stopa. Povećana makro-financijska stabilnost ujedno djeluje i kao preduvjet ekonomskog oporavka i rasta. Ograničenja valutnog odbora povezana su s činjenicom da centralna banka u ovom slučaju ne može djelovati kao „pozajmljivač posljednje nade“, što može predstavljati negativan rizik u slučaju slabosti bankovnog sektora. Nadalje, ukoliko je uz postojanje fiksnog tečaja inflacija u zemlji korisnici trajno viša od zemlje „sidra“, dolazi do realne aprecijacije tečaja te dobra i usluge u zemlji korisnici postaju relativno nekonkurentniji. Valutni odbor nosi sa sobom i rizik ukoliko dođe do gubitka povjerenja ekonomskih aktera te oni pohrle konvertirati imovinu denominiranu u domaćoj valuti zemlje korisnice u inozemnu valutu zemlje „sidra“ prije no što dođe do promjene tečaja. Ovakva situacija može dovesti do sloma financijskog sustava zemlje korisnice. (Andrijić 2001)

Unutar samog MMFa inicijalno su postojali prijepori oko uvođenja valutnog odbora u Bugarsku zbog spomenutih ograničenja i rizika, no pozitivno iskustvo Estonije ojačalo je stav o potencijalnoj koristi ovakvog pristupa.(Stone 2002, p. 224-225). MMF je iznio ovaj prijedlog u neformalnom okruženju tijekom godišnje skupštine MMFa i Svjetske banke u listopadu 1996, dok je formalno iznesen tijekom posjete predstavnika MMFa Sofiji u listopadu iste godine. Bugarski političari inicijalno su se oštro protivili ovakvom prijedlogu smatrajući da on nosi sa sobom gubitak suverenosti monetarne politike. Međutim ministar financija D. Kostov odlučno je zastupao stav kako je nužno snažno promijeniti percepciju ekonomskih aktera, što je bilo moguće napraviti uvođenjem valutnog odbora jer Bugarska nema adekvatne inozemne ali i proračunske rezerve da bi se uspješno nosila s krizom. Dosadašnji pristup rješavanja problema inflacije isključivo podizanjem kamatnih stopa nije urodio rezultatima jer je dodatno urušavao bankarski sektor. Valutni odbor također je predstavljao legitiman i učinkovit način obvezivanja parlamenta na poštivanje

fiskalnih restrikcija, što do tada nije bio slučaj. I dok je MMF u listopadu službeno predstavio ovaj prijedlog Vladi u Sofiji, već sljedeći mjesec uvođenje valutnog odbora predstavljeno je od strane MMF kao ključni uvjet financijski izdašnog aranžmana Fonda i njegove službene podrške. Prema D. Kostovu, dodatni argument bugarskom premijeru Videnovu (iz BSP stranke) u prilog takvog prijedloga bila je mogućnost uvođenja aranžmana Fonda (s valutnim odborom kao njegovim ključnim elementom) koji bi omogućio Vladi kredibilno adresiranje ekonomske krize, ali bi joj istovremeno omogućio i da prevali dio odgovornosti za bolne mjere ekonomske politike na Fond. Zbog kompleksne političke situacije i složenih administrativnih priprema, valutni odbor u praksi je uveden početkom sljedeće godine kada je na vlasti bila nova Vlada UDS stranke na čelu s premijerom I. Kostovom. Ovo je u praksi značilo da je u vrijeme provedbe aranžmana i primjene valutnog odbora, on imao podršku svih ključnih političkih stranki u Bugarskoj kako lijevog tako i desnog centra. Ovakva jedinstvena politička situacija tj. široka podrška valutnom odboru i financijskom aranžmanu Fonda omogućila je i njihovu znatno lakšu provedbu u praksi.

Uvođenje valutnog odbora pojačalo je kredibilnost obvezivanja Bugarske na gospodarske promjene te poboljšalo percepciju ekonomskih aktera zbog toga što je otežalo mogućnost nepoštivanja fiskalnih restrikcija te eliminiralo mogućnost politički determiniranog manipuliranja novčanom ponudom od strane nacionalne centralne banke, koji su često primjenjivani u prošlosti. Kako javnost tako i nositelji ekonomske politike bili su svjesni da nepoštivanje pravila valutnog odbora povlači za sobom ekonomske troškove u obliku rasta inflacije, mogućih snažnih korekcija u tečaju ali i reputacijske troškove u smislu narušavanja stečenog povjerenja u ekonomski program i politiku monetarnih i izvršnih vlasti.

Kratkoročni efekti programa bili su snažni: pad ekonomske aktivnosti, niže realne plaće i potrošnja te rastuća nezaposlenost. U posljednjim mjesecima 1997. godine, promatrano na godišnjoj razini, inflacija je prvi puta spuštena na dvoznamenkaste vrijednosti te je potom zabilježena njena stabilizacija i dugoročni trend smanjenja. Ekonomska kontrakcija bila je koncentrirana u prvih pet mjeseci 1997. godine (uglavnom prije formiranja nove Vlade I. Kostova krajem travnja 1997.), te je sredinom godine Bugarska zabilježila početak rasta ekonomske aktivnosti[32] koji se nastavio snažno u sljedeće 3 godine. Ekonomski rast pomogao je ojačati pozitivnu

[32] Iako je na godišnjoj razini zabilježen pad ekonomske aktivnosti.

percepciju kako javnosti tako i ekonomsko-političkih aktera kako poduzete reforme donose rezultate. Ovo je pak doprinijelo uspostavi „pozitivne“ spirale kredibilne predanosti reformama, pozitivnih ekonomskih pokazatelja te jačanja kapitalnih priljeva uključujući inozemne izravne investicije (Tablica 6) (Pop-Eleches 2009, p. 229, Mihov 1999).

Zaključno

Zaključno, moguće je primijetiti kako je političko-ekonomsku situaciju u prvih 6 godina bugarske tranzicije karakteriziralo oklijevanje s provedbom ekonomskih reformi te politička nestabilnost. Svaka Vlada deklarativno je zastupala ekonomske reforme te su u tom razdoblju sklopile 4 paketa aranžmana s Fondom, međutim niti jedan od njih nije uspješno proveden zbog neispunjavanja uvjetovanosti. Pri tome je i politička nestabilnost također utjecala na njihovu otežanu provedbu.

Međutim, uvođenje valutnog odbora i prateći financijski aranžman s Fondom utjecali su na značajnu promjenu ekonomske situacije – jačanje kredibilnosti ekonomske politike, makroekonomske stabilnosti i ekonomski oporavak te pojačan priljev inozemnih investicija. Uspješna provedba aranžmana i valutnog odbora olakšana je i jedinstvenom političkom i javnom potporom tržišnom pristupu adresiranja krize.

U ovom primjeru Fond je kontinuirano pratio provedbu aranžmana te suspendirao aranžmane i obustavljao isplate zajmova u slučaju neispunjavanja uvjetovanosti. Također je utjecao i na izbor pojedinih instrumenata ekonomske politike koji su doprinijeli adresiranju krize. Međutim, vidljivo je da je do makroekonomske stabilizacije, a potom i do pojačanih priljeva FDI došlo tek kada je u kombinaciji sa snažnim poticajem Fonda, Bugarska uspjela demonstrirati kredibilnu predanost gospodarskim promjenama. Dakle, financijski aranžmani Fonda nisu sami po sebi „čarobni štapić“ koji automatski poboljšava percepciju inozemnih investitora, već je kredibilna predanost gospodarskim promjenama jedan od ključnih preduvjeta za uspjeh u tom smislu.

U cjelini uzevši, primjer Bugarske ilustrira postavku prema kojoj čak i ako država nema reputaciju kredibilnog provođenja reformi u prošlosti, u okolnostima gdje država može pokazati dovoljno snažnu pozitivnu promjenu u razini kredibilne

predanosti reformama, te gdje Fond može stvoriti dovoljno snažan poticaj za državu korisnicu da se kredibilno obveže na provedbu reformi, može doći do jačanja priljeva FDI.

Tablica 6: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Bugarska

POKAZATELJ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Realni rast BDPa (godišnja promjena %)	-9,1	-8,4	-7,3	-1,5	1,8	2,9	-9,0	-1,6	4,9	2,0	5,7
Saldo tekućeg računa platne bilance(% BDPa)	-2,0	-0,9	-4,2	-10,2	-0,3	-1,5	1,8	10,4	-0,2	-4,7	-5,4
Sveukupne rezerve u mjesecima uvoza	NA	1,9	2,7	2,5	3,8	3,0	2,1	5,6	4,8	4,9	5,8
Inozemne izravne investicije, priljevi (% BDPa)	0,0	0,5	0,4	0,4	1,1	0,7	1,2	5,0	4,1	6,2	7,8
Inflacija, potrošačke cijene godišnja promjena %)	23,8	338,5	91,2	72,8	96,0	62,1	121,6	1058,4	18,7	2,6	10,3
Devizni tečaj (jedinice lokalne valute za USD, godišnji prosjek)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	1,7	1,8	1,8	2,1
Fiskalni saldo (% BDPa)	-4,9	-3,7	-5,2	-10,9	-5,7	-5,6	-11,6	-3,2	1,2	0,2	-0,5
Bruto dug konsolidirane opće države (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	97,3	69,3	76,1	71,2
Bruto inozemni dug (% BDPa)	16,2	139,2	172,2	133,8	114,2	78,4	107,8	105,0	79,7	87,3	84,7
Indeks realnog efektivnog tečaja (2005=100), deflator jedinični trošak rada	NA	NA	NA	NA	70,7	83,1	54,2	59,2	86,3	91,8	90,7
Nominalni jedinični trošak rada (godišnja promjena %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	838,6	52,1	8,6	2,2
Stopa nezaposlenosti	NA	18,3	13,8	21,4	20,0	15,7	13,5	13,7	12,2	14,1	16,2

NA=nema dostupnih podataka

Izvor: Svjetska banka, Eurostat, Institut za međunarodnu ekonomiju u Beču, Međunarodni monetarni fond

Tablica 7: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Bugarska

Zemlja	Financijski aranžman Fonda	Datum početka	Datum završetka
Bugarska	SBA	15 03 1991	14 03 1992
	SBA	17 04 1992	16 04 1993
	SBA	11 04 1994	31 03 1995
	SBA	19 07 1996	10 04 1997
	SBA	11 04 1997	10 06 1998

Izvor: Međunarodni monetarni fond

5.2.2. Studija slučaja-Poljska:

Uvodno

U odjeljku 5.2.2. na primjeru Poljske ilustrira se sljedeća postavka **- U okolnostima u kojima država korisnica ima reputaciju provedbe reformi može koristiti Fond kao instrument vanjskog pritiska koji će joj pomoći u snaženju daljnje kredibilne predanosti reformama i jačanju reputacije, te može doći do jačanja priljeva FDI.**

Općenito uzevši, od početka 1990ih godina Poljska se afirmirala kao zemlja koja odlučno provodi ekonomske promjene. Početni podstrek kreiran je Balcerowiczevim planom, no nakon prvih 6 mjeseci uspješnih makroekonomskih rezultata došlo je do pogoršanja, postupno se smanjila podrška javnosti i politički konsenzus u ovom smislu. Iako je fragmentiranost parlamenta utjecala na česte promjene vlada, svaka administracija nastavila je s konzistentnom primjenom reformi usprkos političkim teškoćama i protestima javnosti. Nakon povratka na vlast reformirane komunističke stranke i dalje je nastavljena provedba makroekonomske stabilizacije. Fond je u ovom kontekstu također imao značajnu tehničku ulogu jer je strogo i konzistentno pratio provedbu ekonomskih promjena te čak i u slučaju egzogenih šokova i okolnosti van utjecaja Vlade, kažnjavao svako odstupanje od tržišnih pravila. U tom smislu nositelji ekonomske politike u Poljskoj različite političke provenijencije bili su u mogućnosti pozivati se na aranžmane s MMFom kao „polugu“ vanjskog pritiska prema tržišnim promjenama o kojima ovisi ekonomska budućnost zemlje te mehanizam kredibilnog obvezivanja zemlje u tom kontekstu. Na ovaj način povećan je pritisak i smanjen manevarski prostor za protivnike tržišnog pristupa kako u političkoj „areni“ tako i među javnošću. U nastavku odjeljka ukratko će se prikazati razvoj događaja u ovom smislu.

Prikaz

Nakon kompleksnih pregovora Komunističke stranke i pokreta Solidarnost, izbori u ljeto 1989. godine rezultirali su prvom ne-komunističkom vladom u Istočnoj

Europi od 1948. godine. Premijer je postao T. Mazowiecki te se okružio skupinom liberalnih ekonomista vođenih L. Balcerowiczem.

Balcerowiz je ujedno bio i idejni začetnik plana radikalnih i brzih ekonomskih promjena koji je postao poznat pod nazivom Balcerowiczev plan. Iako se spomenuta skupina ekonomista zalagala za institucionalne promjene u procesu ekonomske transformacije s centralnog planiranja na tržišno gospodarstvo, vrlo visoke stope inflacije u drugoj polovici 1989. godine uvjerile su ih u prioritet kontroliranja razine cijena. Program je stupio na snagu u siječnju 1990. te je uključivao brzu liberalizaciju cijena, eliminiranje subvencija, povećanje kamatnih stopa, potpunu konvertibilnost poljskog zlota, njegovu snažnu devalvaciju te stabilizaciju tečaja na održivoj razini. Jedan od kontroverznih elemenata ovog programa bio je *popiwek* - poseban porez na povećanje plaća. Među pobornicima pokreta Solidarnosti, ovakav instrument ekonomske politike nije prihvaćen s odobravanjem. Percipirali su ga kao sličnog instrumentima ekonomske politike kojima se koristila komunistička vlast. Također su podsjećali da učinak (indirektne) kontrole plaća u razdoblju visoke inflacije prevaljuje većinu tereta na radnike čije su plaće pale u realnim terminima u odnosu na mirovine i socijalne transfere. Međutim Balcerowiz je bio odlučan u obrani *popiweka* objašnjavajući da menadžeri poduzeća u državnom vlasništvu nemaju valjanog poticaja u obuzdavanju rasta plaća, što negativno djeluje na inflacijsku spiralu. Ovakva mjera ekonomske politike gdje su plaće rasle sporije od razine cijena trebala je negativno djelovati na potražnju pa tako učinkovito ograničavati inflaciju.

U svrhu podrške spomenutom procesu ekonomske transformacije, u veljači 1989. nakon niza tehničkih konzultacija sklopljen i Stand-By aranžman s MMFom. Prema izjavama kako predstavnika Fonda tako i poljske Vlade, u usuglašenim ciljevima programa Vlada se obvezala ne samo prihvatiti preporuke i zahtjeve Fonda, već je insistirala na još ekonomski liberalnijim i striktnijim ciljevima od onih koje je predlagao MMF (Tiongson 2001).

Poljska je započela Balcerowizev plan sa snažnom podrškom javnosti te općim konsenzusom kako je nakon desetljeća sovjetske vlasti, potrebno žurno eliminirati sve povezano s centralnim planiranjem te sovjetskim tipom socijalizma. Stoga su bili spremni na snažne žrtve i troškove kako bi čim prije uspjeli u tome te se približili zapadnom načinu ekonomskog i društvenog funkcioniranja (Stone 2002).

Ambiciozni program radikalnih ekonomskih reformi moguće je objasniti i činjenicom da su nositelji ekonomske politike smatrali kako bi išta manje ugrozilo podršku zapada Poljskoj. Tako Balcerowicz navodi kako bi prema njihovom mišljenju svako oklijevanje sa snažnim i brzim ekonomskim promjenama bilo percipirano od strane Fonda te međunarodnih tržišnih aktera kao manjak političke motivacije u adresiranju ekonomske transformacije (Stone 2002). U takvim okolnostima bilo bi im teško sklopiti financijski aranžman s Fondom odnosno zadržati podršku Zapada i tržišnih aktera, što je smatrano nužnim preduvjetom za smanjenje (otpis) poljskog vanjskog duga te pristup inozemnim tržištima kapitala. U tom smislu moguće je zaključiti da su nositelji ekonomske politike svjesno percipirali Fond kao instrument vanjskog pritiska i ograničavanja njihove diskrecije u kreiranju ekonomske politike, što su koristili kao važan argument u prilog ekonomskim promjenama.

Rezultati programa u prvih 6 mjeseci pokazali su se neočekivanima kako u pozitivnom tako i u negativnom smislu. Tako su proračunski saldo te tekući račun platne bilance zabilježili pozitivnije rezultate u odnosu na prvotno očekivane, no inflacija je bila snažnija i trajnija od očekivane, pa su tako i prethodno definirani ciljevi usuglašeni s Fondom u smislu ponude novca bili relativno konzervativni. Proračunski saldo nenadano se povećao zahvaljujući dobiti poduzeća u vlasništvu države koja su likvidirala svoje zalihe i prodavala svoje proizvode po visokim cijenama zbog trajne inflacije, iako su ih proizvela pomoću cjenovno niskih inputa. Sve navedeno rezultiralo je snažnim rastom proračunskih prihoda te fiskalnim suficitom u prvom tromjesečju 1990. Također je došlo i do snažnog poboljšanja na tekućem računu platne bilance temeljem značajnog povećanja izvoza nakon devalvacije iz siječnja iste godine te do porasta inozemnih rezervi Poljske nacionalne banke. Slična iskustva s kretanjima vezanim uz fiskalni saldo te tekući račun platne bilance zabilježena su kasnije i u ostalim tranzicijskim zemljama, no ovdje su takva kretanja bila neočekivana jer je Poljska bila prva zemlja koja je prolazila kroz tranzicijski proces. Međutim, recesija izazvana ovakvom politikom pokazala se trajnijom od prvotno očekivane, no usprkos tome inflacija je i dalje bila na trajno visokim razinama.

U takvim okolnostima postupno je došlo do zamora, gubitka strpljenja i tolerancije bolnih ekonomskih promjena, te je podrška javnosti ali i političkih aktera počela jenjavati. Sve su češće bile političke tenzije posebice vezano uz pitanja

ekonomske politike. Nakon poraza na predsjedničkim izborima krajem 1990. godine T. Mazowiecki dao je ostavku na mjesto premijera, a novi predsjednik L. Walesa usprkos svojoj populističkoj predizbornoj retorici, pokazao se pobornikom reformatorske ekonomske politike T. Mazowieckog. Nakon niza neuspjelih pokušaja formiranja koalicijske Vlade, Walesa je podržao J. Bieleckog kao premijera proreformske Vlade. L. Balcerowitz je ostao na položaju ministra financija te zamjenika premijera. Nova vlada odobrena je u parlamentu u siječnju 1990.

K tome, nakon inicijalnog poboljšanja, nastupilo je pogoršanje makroekonomskih pokazatelja. Početkom zadnjeg tromjesečja 1990. godine, Poljska je bilježila visoke razine nezaposlenosti, pad industrijske proizvodnje, pad proračunskih prihoda te rastuće socijalne transfere. Sve navedeno rezultiralo je rastom proračunskog manjka koji se mogao financirati isključivo zajmom Poljske nacionalne banke, što je pak dovelo do povećanja njene neto domaće imovine. Time je ujedno prekoračen jedan od pokazatelja uspješnosti u okviru Stand-By aranžmana iz 1990. godine te je stoga MMF suspendirao isplatu 4. tranše svog aranžmana.

Ovakav razvoj događaja bio je vrlo značajan u političko-ekonomskom kontekstu. Poljska je prekršila samo jedan od niza pokazatelja uspješnosti (neto domaća imovina Poljske nacionalne banke). Kod niza ostalih pokazatelja uspješno je ispunjavala ili čak premašivala predefinirane ciljeve. K tome, za razliku od Bugarske gdje je odstupanje od usuglašenih pokazatelje uspješnosti u okviru financijskih aranžmana Fonda bilo rezultat oklijevanja s reformama, odnosno svjesne odluke nositelja ekonomske politike o nepoštivanju predefiniranih ciljeva, neispunjavanje ovog pokazatelja u Poljskoj bilo je rezultat okolnosti van kontrole poljske vlade odnosno preoptimističnih inicijalnih procjena Fonda (kao i Vlade) vezano uz kretanja inflacije i proračunskog salda. Na koji način je moguće objasniti ovako striktno djelovanje Fonda u takvim okolnostima? Prvo objašnjenje odnosi se na činjenicu kako je Poljska bila predvodnik u tranzicijskom procesu u Srednjoj i Jugoistočnoj Europi. U tom smislu pozornost ostalih zemalja regije, ali i međunarodnih ekonomskih aktera bila je usmjerena na Poljsku. Svaki presedan koji bi Fond kreirao u svom postupanju s Poljskom, stvorio bi očekivanja i za druge zemlje regije. U tom smislu, predstavnici Fonda snažno su poštivali pravila i svoju tehničku ulogu s ciljem kreiranja kredibilnih poticaja za obvezivanje tranzicijskih zemalja primateljica na ekonomske promjene. Nadalje, ovakvo postupanje omogućilo je i predstavnicima

poljske Vlade da iskoriste Fond kao instrument vanjskog pritiska u svrhu promicanja ekonomskih promjena među političkim akterima (parlament) i javnošću – odbijanje odnosno nepoštivanje financijskog aranžmana s Fondom nosilo je sa sobom značajne financijske i političke troškove (Vreeland 2003). Impliciralo je obustavu priljeva financijskih sredstava Fonda u zemlju, ali i slanje negativnog signala kako međunarodnim kreditorima tako i investitorima. Ovakvim stavom je povećan pritisak i smanjen manevarski prostor za protivnike ekonomskih promjena u parlamentu.

Kako je SBA program suspendiran pri svom samom kraju, odmah potom Vlada J. Bieleckog započela je pregovore s Fondom za novi financijski aranžman EFF tipa. Jedan od preduvjeta za sklapanje ovog aranžmana bilo je kreiranje novog proračuna za 1991. godinu koji je implicirao smanjenje fiskalnog deficita iz posljednjeg tromjesečja 1990. godine. Jedinstveni položaj Poljske kao predvodnice tranzicijskog procesa te pozornost koju je zapad pridavao ovom procesu omogućili su joj sklapanje sporazuma prema kojem se Pariški klub obvezao otpisati 30 posto njenog vanjskog duga nakon sklapanja EFF financijskog aranžmana s Fondom, a potom još 20 posto nakon njegovog uspješnog završetka. U tom smislu EFF aranžman imao je posebnu važnost za Poljsku. No, kada je aranžman napokon sklopljen u travnju 1991., definirani pokazatelji uspješnosti za 1991. rađeni temeljem ekonomskih projekcija iz 1990. pokazali su se zastarjelima. Predstavnici MMFa te poljske Vlade usuglasili su se o potrebi njihove revizije, međutim kako je aranžman bio preduvjet za sporazum s Pariškim klubom nisu željeli započinjati s njihovom revizijom kako ne bi ugrozili predstojeći otpis duga.

Međutim, ekonomski pokazatelji bilježili su pogoršanja. Tako su poduzeća značajno smanjila svoje prihode kako su se smanjivale njihove zalihe ali i zbog raspada COMECON tržišta. Zlot je također realno aprecirao s obzirom da je bio vezan za američki dolar, dok je inflacija u Poljskoj bila trajno viša od one u SADu. Ovo je pak dovelo do smanjenja izvoznih prihoda. Prihodi državnog proračuna su se smanjivali, što je uzrokovalo ponovno jačanje proračunskog deficita. Kako je poljska Vlada uspjela samo dijelom neutralizirati smanjenje prihoda putem smanjenja proračunskih rashoda, ostatak je bilo potrebno financirati zajmom nacionalne banke jer Poljska u tom razdoblju nije imala razvijeno tržište obveznica. Ovakav zajam nacionalne banke povećao je njenu neto aktivu, što je dovelo do prekoračenja

definiranog pokazatelja uspješnosti u okviru aranžmana Fonda. Fond je na ovakve okolnosti ponovno reagirao suspenzijom EFF aranžmana u rujnu 1991.

I Fond i Vlada očekivali su da će se aranžman ponovno aktivirati temeljem novih pregovora i revizije ciljeva i pokazatelja uspješnosti aranžmana. Kako bi reaktivirao svoja financijska sredstva u Poljskoj Fond je čekao pozitivnu potvrdu o napretku u provedbi ekonomskih promjena. Međutim, političke razmirice i fragmentiranost parlamenta otežale su donošenje potrebnog reformskog paketa, dok se ekonomska situacija pogoršavala. Novi parlamentarni izbori provedeni su u listopadu 1991., nakon čega je uslijedilo 2 mjeseca pokušaja sastavljanja koalicijske Vlade. Predstavnici Fonda u međuvremenu su čekali formiranje nove Vlade s kojom bi mogli nastaviti pregovore. Oni su ponovno započeli nakon što je parlament odobrio Vladu premijera Olszewskog, no usporeni su zbog koalicijskih prijepora oko ekonomskog programa Vlade. MMF je insistirao na snažnijim fiskalnim restrikcijama, a unutarnje-politički pregovori o cjelovitom proračunu za 1992. godinu i koalicijama koje bi ga podržale nastavili su se tijekom ožujka i travnja 1992. Kada je u svibnju parlament donio odluku o povećanju plaća i mirovina koje je rezultiralo rastom fiskalnog manjka za 50 posto, premijer je dao ostavku. Predsjednik Walesa imenovao je novog premijera - W. Pawlaka, no on nije uspio formirati Vladu koju bi parlament odobrio. Ipak, u međuvremenu je uz njegovu podršku uspjelo usvajanje proračuna koji je predvidio smanjenje deficita na 5 posto BDPa, sukladno zahtjevu MMFa, što je ujedno bio i preduvjet za nastavak isplate financijskih sredstava Fonda. Novom premijerkom imenovana je H. Suchocka u srpnju 1992. godine. Ovo je bila prva Vlada u razdoblju od parlamentarnih izbora u jesen 1991. godine koja je uspjela formirati većinu u parlamentu, no kako se radilo o vrlo maloj većini (6 zastupničkih mjesta) nije imala mnogo manevarskog prostora, posebice jer se radilo o koaliciji 7 heterogenih stranki. Vlada je snažno podržavala reforme te je u kolovozu 1993. godine predložila niz mjera ekonomske politike sa svrhom smanjenja proračunskog deficita uključujući uvođenje poreza na dodanu vrijednost te smanjenje stope indeksacije mirovina prema plaćama. Uvođenje poreza na dodanu vrijednost (PDV) značajno je doprinijelo adresiranju fiskalnih izazova u Poljskoj – prethodno se poljska vlada u velikoj mjeri oslanjala na korporativne poreze u svrhu jačanja proračunskih prihoda. Međutim, kako se smanjivala aktivnost i značaj poduzeća u vlasništvu države, a bilježile teškoće u prikupljanju ovakvih poreza od novonastalih privatnih

poduzeća, Vlada je posegnula za uvođenjem indirektnog poreza. Kako je ekonomska aktivnost postupno i trajno jačala, tako su se povećavali i prihodi od poreza na dodanu vrijednost, što je doprinijelo smanjivanju fiskalnog deficita čije financiranje je bilo jedan od ključnih pokretača inflacije. U studenom 1992. Vlada je podnijela prijedlog proračuna za sljedeću godinu koji je smanjivao proračunski deficit na 5 posto BDPa, što je omogućilo uspješan nastavak pregovora s MMFom te sklapanje Stand-By aranžmana u ožujku 1993. godine. Temeljem aranžmana s Fondom, postignuti je i dogovor s Pariškim klubom koji je po uspješnom završetku ovog aranžmana trebao otpisati preostalih 20 posto vanjskog duga. Međutim, prijepori oko ekonomskih promjena ponovno su doveli do političkih tenzija te ostavke dijela Vlade. Premijerka Suchocka u svojim pregovorima sa sindikatima koji su zahtijevali povećanje plaća za djelatnike u zdravstvu, školstvu i znanosti, što bi povećalo fiskalni deficit i prekoračilo definirane ciljeve MMF aranžmana, istaknula je kako raspuštanje parlamenta i povećanje plaća ne bi trajno riješilo ekonomske probleme zemlje, dok bi trajno ugrozilo kredibilitet ekonomskih reformi provođenih od 1989. godine.

Izbori u rujnu 1993. godine održani su temeljem novog izbornog zakona kreiranog s ciljem eliminiranja političke fragementiranosti parlamenta koja je prethodno bila čestim uzrokom zastojima u donošenju zakonodavstva vezano uz ekonomske promjene. Ključne izmjene izvršene su u svrhu smanjenja proporcionalnosti izbornih rezultata te rezultirajuće fragmentiranosti parlamenta. One su uključivale poslijeizbornu dodjelu zastupničkih mjesta sukladno tzv. d'Honteovoj formuli, podjelu zemlje u 52 konstituencije umjesto 37 te odredbe prema kojima stranke moraju osvojiti minimalno 5 posto glasova odnosno višestranačke koalicije minimalno 8 posto glasova kako bi ušle u parlament. Rezultat izbora sukladno ovakvom zakonu bio je novi saziv parlamenta od samo 7 stranaka. Također je potrebno spomenuti kako su bolne ekonomske promjene rezultirale sve većim nezadovoljstvom javnosti koje se ponovno priklonilo strankama lijevog centra, te su nakon 3 godine ponovno na vlast došli predstavnici post-komunističkih stranaka koji su formirali većinsku vladu (SLD-Savez demokratske ljevice te PSL-Poljska seljačka stranka) s premijerom W. Pawlakom. Znanstvena literatura (Tiongson 2001, Bird et al. 2000) jednoglasna je u zaključku kako su nasljednici komunističkih stranaka, koji su na vlast došli korištenjem antiresecijske retorike, značajno ublažili svoj inicijalni pristup te u praksi nastavili s odlučnom provedbom reformi. Kako su imali snažnu

većinu u parlamentu, za razliku od prethodnih poljskih vlada, bili su u mogućnosti nesmetano djelovati. Tako je i prijedlog proračuna za 1994. godinu predviđao smanjenje deficita na 4,2 posto BDPa, što je zadovoljavalo pokazatelje uspješnosti definirane financijskim aranžmanom s MMFom te je omogućilo aktiviranje druge tranše otpisa vanjskog duga od strane Pariškog kluba. Jedno od mogućih objašnjenja ovakvog pristupa jest i činjenica da su dvije spomenute stranke vodili i podržavali dužnosnici, industrijalci i bankari koji su kao ekonomski akteri u novoj, demokratskoj Poljskoj preferirali kontinuitet ekonomske politike u smislu tržišnih promjena.

U drugoj polovici 1994. godine sklopljen je i posljednji Stand-by aranžman s Fondom u svrhu postizanja sporazuma o restrukturiranju vanjskog duga s predstavnicima Londonskog kluba. Uslijedilo je razdoblje ekonomskog oporavka, povećanih inozemnih investicija (uključujući inozemne izravne investicije – Tablica 8) te Poljska više nije bila u tom stupnju ovisna o pozitivnog potvrdi svoje ekonomske politike od strane Fonda. Nadalje, u drugoj polovici desetljeća intenzivirao se i formalni dijalog s Europskom unijom te perspektiva punopravnog članstva uslijed čega je Poljska poduzela niz daljnjih zakonodavnih i institucionalnih reformi.

Na kraju valja spomenuti da su nositelji reformi u Poljskoj počevši s L. Balcerowiczem snažno zagovarali kako strukturne reforme odnosno privatizaciju tako i makroekonomsku stabilnost. Međutim, slijedom niza političkih i administrativnih zastoja, masovna privatizacija je prvotno odgođena te su reformski napori usmjereni prvenstveno na makroekonomsku stabilnost. Pozitivni makroekonomski i fiskalni pokazatelji u Poljskoj posebice od sredine desetljeća ukazuju da masovna privatizacija i nije nužan preduvjet uspješne tranzicije, ukoliko postoji makroekonomska stabilnost. K tome, poljska poduzeća u vlasništvu države postupno su smanjivala svoju proizvodnu važnost kao i broj zaposlenih. U međuvremenu je rastući privatni sektor osiguravao porezne prihode koji su dijelom korišteni za neutraliziranje fiskalnih rashoda povezanih s podrškom državnim poduzećima. Ona stoga nisu uspjela destabilizirati makroekonomske pokazatelje, što je bio slučaj u drugim tranzicijskim zemljama poput Bugarske.

Zaključno

Za razliku od Bugarske koju je u prvih 6 godina tranzicije karakteriziralo oklijevanje s ekonomskim promjenama, Poljska je od samog početka tranzicije stekla reputaciju odlučnog ekonomskog reformatora. U političkom smislu nakon inicijalnog entuzijazma i široke podrške brzim i dubinskim ekonomskim promjenama, došlo je do zamora te javnih protesta ali i čestih slomova političkih koalicija mahom zbog neslaganja oko pitanja ekonomske politike. Međutim Poljska je usprkos tome konzistentno provodila ekonomske promjene, te je i nakon povratka reformirane komunističke stranke na vlast nastavila s ovakvim pristupom.

Primjer Poljske ilustrira kako ustrajno poštivanje i primjena ključnih tržišnih principa u ekonomskoj politici rezultira jačanjem kredibilnosti vlade. Nadalje, također pokazuje kako je u ovom kontekstu ustrajnost u provedbi ekonomskih reformi, iako bolnih, doprinijela stvaranju preduvjeta za ekonomski oporavak.

MMF je na primjeru Poljske imao vrlo snažnu ulogu čuvara i „policajca“ ekonomskih promjena. Iako je odstupanje od predefinirane uvjetovanosti bilo rijetko te prvenstveno rezultat egzogenih čimbenika, Fond je konzistentno i odlučno kažnjavao Poljsku obustavom isplata financijskih sredstava odnosno odbijanjem novih aranžmana. To je moguće objasniti činjenicom da je Poljska bila predvodnik tranzicije u Srednjoj i Istočnoj Europi te je bila pod povećalom ekonomskih i političkih aktera u regiji ali i šire. U tom smislu Fond je djelovao s ciljem stvaranja reputacije čuvara i „policajca“ tržišnih promjena u procesu tranzicije kako bi u Poljskoj, a potom i u svim ostalim zemljama regije mogao djelovati kao kreator utjecaja za kredibilno obvezivanje zemlje-korisnice na tržišne promjene. Svaki presedan koji bi Fond kreirao u slučaju Poljske, stvorio bi očekivanja i u drugim zemljama regije.

K tome, ovakav pristup Fonda pomogao je kredibilnom obvezivanju zemlje na ekonomske promjene. Iako su nositelji ekonomske politike često insistirali da ne provode ciljeve Fonda već poljske reforme, bili su u mogućnosti koristiti Fond kao instrument vanjskog pritiska, što su i činili. Oni su pak koristili takve okolnosti zastupajući stav, kako među političkim akterima tako i u široj javnosti, da pozitivna potvrda ekonomske politike zemlje od strane Fonda poboljšava percepciju međunarodnih investitora i kreditora (Londonski i Pariški klub), te je nužna za uspostavljanje kredibilne predanosti ekonomskim promjenama u Poljskoj.

Iskustvo im je pokazalo da je Fond odlučan u zastupanju i primjeni tržišnih principa kroz svoje aranžmane u Poljskoj, te kažnjavanju odstupanja od ovakvih pravila. U tom smislu sudjelovanjem u financijskim aranžmanima Fonda ne samo da su stvorili dodatan pritisak za provedbom ekonomskih promjena u zemlji, već su smanjili i manevarski prostor političkim protivnicima ekonomskih promjena u Poljskoj. To je jedno od mogućih objašnjenja zbog čega su bez obzira na političku fragmentiranost parlamenta te posljedičnu krhkost vladajućih koalicija, a potom i na povratak reformiranih komunista na vlast uspijevali konzistentno osigurati provedbu ekonomskih promjena u zemlji. Slijedom ovakvih okolnosti Poljska je usprkos različitim teškoćama u znanstvenoj literaturi okarakterizirana kao primjer uspješne provedbe ekonomskih promjena (Bird et al. 2000, Tiongson 2001, Stone 2002).

U cjelini uzevši, primjer Poljske ilustrira postavku da država korisnica koja ima reputaciju kredibilnog obvezivanja na provedbu ekonomskih reformi može koristiti MMF kao instrument vanjskog pritiska koji će joj pomoći u snaženju daljnje kredibilne predanosti reformama i jačanju reputacije te može doći do jačanja priljeva FDI.

Tablica 8: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Poljska

POKAZATELJ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Realni rast BDPa (godišnja promjena %)	-11,6	-7,0	2,5	3,7	5,3	7,0	6,2	7,1	5,0	4,5	4,3
Saldo tekućeg računa platne bilance(% DPa)	4,9	-2,7	-3,5	-6,4	0,6	0,6	-2,1	-3,7	-4,0	-7,4	-6,0
Sveukupne rezerve u mjesecima uvoza	4,4	2,3	2,7	2,7	3,4	6,1	5,8	5,8	6,4	6,5	5,7
Inozemne izravne investicije, priljevi (% BDPa)	0,1	0,3	0,7	1,8	1,7	2,6	2,9	3,1	3,7	4,3	5,5
Inflacija, potrošačke cijene godišnja promjena %)	555,4	76,7	45,3	36,9	33,3	28,1	19,8	15,1	11,7	7,3	10,1
Devizni tečaj (jedinice lokalne valute za USD, godišnji prosjek)	1,0	1,1	1,4	1,8	2,3	2,4	2,7	3,3	3,5	4,0	4,3
Fiskalni saldo (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	-4,4	-4,9	-4,6	-4,3	-2,3	-3,0
Bruto dug konsolidirane opće države (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	47,6	42,4	42,3	38,4	39,0	36,5
Bruto inozemni dug (% BDPa)	75,9	58,8	59,8	57,3	44,3	38,1	30,6	32,3	33,1	41,4	40,2
Indeks realnog efektivnog tečaja (2005=100), deflator jedinični trošak rada	NA	NA	NA	NA	85,0	89,6	98,8	103,9	108,5	102,3	109,6
Nominalni jedinični trošak rada (godišnja promjena %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Stopa nezaposlenosti	NA	11,4	13,3	14,0	14,4	13,3	12,4	11,2	10,7	12,5	16,1

NA=nema dostupnih podataka

Izvor: Svjetska banka, Eurostat, Institut za međunarodnu ekonomiju u Beču, Međunarodni monetarni fond

Tablica 9: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Poljska

Zemlja	Financijski aranžman Fonda	Datum početka	Datum završetka
Poljska	SBA	05 02 1990	04 03 1991
	EFF	18 04 1991	08 03 1994
	SBA	08 03 1993	07 03 1994
	SBA	05 08 1994	04 03 1996

Izvor: Međunarodni monetarni fond

5.2.3. Studija slučaja-Latvija:

Uvodno

U odjeljku 5.2.3. na primjeru Latvije ilustrira se sljedeća postavka **- U okolnostima u kojima država ulazi u financijski aranžman s Fondom, te (u pojedinom aspektu) ekonomske politike ne djeluje nužno u smjeru poticaja Fonda, no bez obzira na to ima snažnu kredibilnost predanosti tržišnim promjenama, može doći do jačanja priljeva FDI.**

Općenito uzevši, nakon proglašenja samostalnosti početkom 1990ih godina Latvija je započela proces ekonomske i demokratske transformacije uz snažan konsenzus šire javnosti. Svrha ovog procesa bila je formiranje funkcionalne tržišne ekonomije putem radikalnih reformi te izgradnja demokracije i potpune reintegracije u zapadnu civilizaciju putem članstva u Europskoj uniji i NATO savezu. Pritom je stekla reputaciju snažnog reformatora te je nakon bankovne krize 1995. godine i negativnog utjecaja financijske krize u Rusiji 1999. godine nastavila s daljnjim ekonomskim promjenama u svrhu jačanja učinkovitosti. U tom smislu Latviju je uz Estoniju i Litvu karakterizirao snažan ekonomski bum u razdoblju od 2000. do 2007. s prosječnom stopom ekonomskog rasta od 8,6 posto, te su spomenute tri zemlje često nazivane i baltičkim tigrovima. Međutim, u razdoblju od 2008. do 2010. Latvija je bila pogođena izuzetno jakom ekonomskom krizom gdje je BDP u razdoblju između vrha i dna ekonomskog ciklusa smanjen 25 posto (Bakker i Klingen 2012). U takvim okolnostima Latvija je zatražila pomoć MMFa, kojem se pridružila i Europska unija (čija je članica Latvija postala 2004. godine) kao i susjedne zemlje. Latvijski financijski aranžman s MMFom važan je i jer uz Mađarsku predstavlja inovaciju u Europskoj uniji vezano uz suradnju između Fonda i Europske komisije. U kontekstu ovog financijskog aranžmana MMFa, usprkos snažnom neslaganju međunarodnih ekonomista kao i skepsi Fonda, Latvija je odlučila zadržati fiksni devizni tečaj uz euro te primijeniti tzv. internu devalvaciju umjesto nominalne. Latvijski stabilizacijski program prvenstveno se stoga temeljio na fiskalnoj konsolidaciji s većinom snažnih mjera proračunske štednje koje su provedene u prvim godinama aranžmana (tzv. *front-loading*) te strukturnim reformama. U trećem tromjesečju 2010. godine, nakon 9

tromjesečja snažnog pada ekonomske aktivnosti Latvija je ponovno počela bilježiti ekonomski rast te je uskoro uslijedilo poboljšanje makroekonomskih pokazatelja kao i rast inozemnih izravnih investicija. U nastavku odjeljka ukratko će se prikazati razvoj događaja u ovom smislu.

Prikaz

Nakon Drugog svjetskog rata, 1944. godine Latvija je postala jedna od 15 republika Sovjetskog saveza. U tom razdoblju ekonomija i politika bili su pod snažnim utjecajem Sovjetskog Saveza, a Latvija ponovno postaje i službeno nezavisna tek 1991. godine. Nositelji ekonomske politike pokrenuli su proces razvoja demokracije te radikalnih ekonomskih promjena u cilju reafirmacije samostalnosti zemlje posebice u odnosu na Rusiju, integriranja u zapadnoeuropske političke i ekonomske saveze (NATO, EU), razvoja tržišne ekonomije, vladavine prava i privatnog vlasništva. Razvoj tržišne ekonomije prvenstveno se temeljio na liberalizaciji cijena i trgovine, makroekonomskoj stabilizaciji te privatizaciji. Prema nositeljima ekonomske politike u Latviji, ključni političko-ekonomski alat u reafirmaciji samostalnosti naspram Rusiji te provođenju financijske stabilizacije bilo je uspostavljanje vlastite valute – lata 1992. godine. U tu svrhu Latvija je sudjelovala i u financijskom aranžmanu Fonda, a važan instrument makroekonomske transformacije bila je restriktivna monetarna politike gdje je lat bio prvotno fiksiran uz specijalna prava vučenja MMFa, a potom euro. Iako je Latvija službeno imala upravljani devizni tečaj, u praksi je provodila kvazi-valutni odbor. Ovakav aranžman doprinio je smanjenju inflacije na jednoznamenkaste vrijednosti 1997. godine, koja je potom spuštena na godišnje vrijednosti od 3 posto. Fiskalna politika temeljila se na smanjenju državnih subvencija poduzećima i ukidanju kontrole cijena. U razdoblju od 1993. do 1995. oblikovan je porezni sustav temeljen na 4 osnovna stupa – porez na osobni dohodak s jedinstvenom stopom od 25 posto, porez na dodanu vrijednost sa stopom od 18 posto, porez na dobit s jedinstvenom stopom od 25 posto koja je kasnije smanjena na 15 posto te socijalni doprinosi. U 2000. godini ekonomski pokazatelji ukazivali su na pozitivnu situaciju s niskom inflacijom te proračunskim saldom blizu ravnoteže.

Potom je uslijedilo razdoblje ekonomskog buma koje je trajalo do 2007. godine. Od 2000. do 2007. godine prosječna stopa ekonomske aktivnosti iznosila je 8,6 posto na godišnjoj razini. Stopa nezaposlenosti smanjila se sa 14,2 posto u 2000.

godini na 6 posto u 2007. godini. No, usprkos fiksnom tečaju, inflacija je porasla na 10.1 posto, u 2007. godini. Promatrano s rashodne strane, rast se temeljio prvenstveno na povećanju osobne potrošnje i investicijama. Rast ovih dvaju komponenti moguće je objasniti pozitivnim očekivanjima i optimizmom vezanim uz ulazak u EU te perspektivom ulaska u eurozonu kao i snažnom kreditnom ekspanzijom. Kreditna ekspanzija bazirala se na nizu čimbenika - tadašnji i očekivani ekonomski rast zemlje, fiksni devizni tečaj koji je smanjio percepciju rizika na investiranje, snažan pad realnih kamatnih stopa u Latviji koje su postupno postajale negativne kako je rasla inflacija u zemlji, ekspanzivna monetarna politika Federalnih rezervi u SADu kao i Europske centralne banke koja je rezultirala *carry-trade* fenomenom te odsutnost restriktivne financijske regulative. Povećana potrošnja i investicije rezultirale su sve većim deficitima na tekućem računu platne bilance te rastućim vanjskim dugom.

Od 2006. godine sve su izraženiji znakovi „pregrijavanja“ latvijske ekonomije: zabilježen je snažan rast plaća te cijena nekretnina. Rastuća inflacija uz fiksni tečaj dovela je do realne aprecijacije koja je pak jačala negativni saldo tekućeg računa platne bilance. Od 2007. godine moguće je primijetiti prve znakove usporavanja ekonomije, a potom je na jesen 2008. godine uslijedio i slom. Već u ljeto 2007. švedske matične banke zaoštravaju svoju kreditnu politiku prema podružnicama u Latviji. Smanjenje kreditnog buma reflektiralo se prvo u sektoru građevine i cijenama nekretnina, nakon čega je uslijedilo usporavanje investicija i osobne potrošnje te usporavanje ekonomskog rasta. Sredinom rujna 2008. došlo je do bankrota financijske tvrtke Leheman Brothers, što je uzrokovalo „zamrzavanje“ globalne likvidnosti te eliminiralo i pristup Latvije međunarodnim financijskim tržištima, pa se recesija pretvorila u snažnu financijsku krizu. Ključna „žrtva“ ovakvih okolnosti bila je latvijska Parex banka, ujedno i najveća banka u domaćem vlasništvu. Više se nije mogla financirati na europskim bankovnim tržištima, a ubrzo su dospijevali sindicirani zajmovi dodijeljeni ovoj banci. Nakon negativne korekcije očekivanja ekonomskih aktera, nastupila je jaka navala na Parex gdje su komitenti prvo povlačili depozite, a potom ih žurno konvertirali u inozemnu valutu odnosno povlačili u inozemstvo prije očekivane devalvacije lata. Vlada je prvo djelomično, a potom i u potpunosti preuzela banku, no kako se navala i dalje nije zaustavljala, uvedena je i djelomična zabrana povlačenja depozita. Centralna banka branila je fiksirani tečaj, što je dovelo do pada

inozemnih rezervi. U ovakvim okolnostima nositelji ekonomske politike odlučili su se zatražiti financijski aranžman s MMFom.

Prvi niz konzultacija s predstavnicima Fonda održan je u studenom 2008. godine. Premijer I. Godmanis u svom obraćanju javnosti istaknuo je kako je aranžman s Fondom neophodan iz tri razloga: adresiranje krize u Parex banci, financiranje proračunskog deficita te stabilizacija financijskih tržišta. Kako je Latvija članica Europske unije, tako je financijski aranžman uključivao i pregovore te suradnju s Europskom komisijom, a pregovorima su se priključile i susjedne zemlje. MMF, EU i mahom nordijske susjedne zemlje tako su pripremile i financirale međunarodni financijski kreditni paket u iznosu od 7,5 milijardi eura (10,4 milijarde dolara).

Prethodni pregovori uključivali su predstavnike latvijske Vlade i međunarodnih kreditora, te su bili usmjereni na nekoliko ključnih tema: 1. Adresiranje krize Parex banke 2. Fiskalna prilagodba 3. Prilagodba deviznog tečaja 4. Veličina i financijski izvori kreditnog paketa pomoći. Vezano uz Parex banku, jedan od preduvjeta SBA aranžmana bilo je njeno preuzimanje od strane države te imenovanje novog upravljačkog tima. Fond je insistirao i na snažnoj fiskalnoj konsolidaciji, no s obzirom na opći konsenzus Vlade i cjelokupne javnosti vezano uz potrebu zadržavanja fiksnog tečaja uz euro, ovaj zahtjev nije naišao na otpor zemlje korisnice. Također je trebalo usuglasiti i iznos financijskog paketa. MMF je procijenio bruto potrebe za inozemnim financiranjem do početka 2011. godine na 7,5 milijardi eura, pri čemu je bilo vrlo teško predvidjeti tijekove inozemnog kapitala. MMF uobičajeno ograničava svoje aranžmane na maksimalno trostruke iznose kvote koju država članica ima u Fondu, no u Južnoj Aziji i Turskoj su premašeni ovakvi iznosi. Nadalje, u listopadu 2008. godine Mađarska je također zaključila SBA aranžman s Fondom u iznosu dvanaesterostruke kvote, stoga ni Latvija nije očekivala ništa manje. No, zbog protivljenja država članica Fonda iz zemalja van Europske unije, doprinos Fonda ograničen je na 1,7 milijardi eura. Ipak, značajna sredstva doprinijela je Europska unija tj. 3,1 milijardi eura – naime u listopadu iste godine uz 12,5 milijarde eura (17,4 milijarde dolara) koliko je Mađarska dobila od Fonda, EU je dodala 6,5 milijardi eura, pa je i Latvija mogla iskoristiti ovakav presedan. Sredstva su alocirana iz Europskog stabilizacijskog fonda (ESF) koji je namijenjen državama članicama EU van euro-zone, suočenim s platnobilančnim ranjivostima. Sredstva za ESF značajno su

povećana početkom prosinca, što je također bio dodatan čimbenik u prilog Latviji. Uz navedeno, Svjetska banka i EBRD osigurale su 480 milijuna eura. Međutim, kako bi financijski aranžman bio zaključen bilo je potrebno osigurati dodatnih 2,2 milijarde eura. U tom kontekstu susjedne zemlje članice EU organizirale su bilateralni kreditni paket u preostalom iznosu, pri čemu su Danska, Estonija, Finska, Norveška i Švedska osigurale 1,9 milijardi eura, a Poljska i Češka dodatnih 300 milijuna eura. Za razliku od financijskih sredstava Fonda i EU čija isplata je trebala uslijediti u vrlo kratkom roku, bilateralni krediti percipirani su od strane latvijske Vlade kao rezerva za krajnju nuždu koja bi po potrebi bila aktivirana tek 2010. odnosno 2011. godine. Dodatni argument u prilog ovakvom pristupu bila je i činjenica da su multilateralni krediti imali značajno nižu kamatnu stopu od 3-3,5 posto, za razliku od bilateralnih sa stopom od 6 posto na godišnjoj razini. Time su osigurani potrebni financijski izvori, što je bio preduvjet za zaključivanje cjelokupnog financijskog paketa Latviji. Krajem prosinca 2008. godine MMF je isplatio prvu tranšu SBA zajma u iznosu od 586 milijuna eura, odnosno 815 milijuna dolara, dok je EU krajem veljače isplatila prvu tranšu od 1 milijarde eura (1,4 milijarde dolara).

Tablica 10: Međunarodna financijska podrška Latviji

Međunarodna financijska podrška Latviji (obveze)	milijuni eura	milijuni dolara
Europska unija	3.100	4.314
Međunarodni monetarni fond	1.717	2.390
Svjetska banka	400	557
Europska banka za obnovu i razvoj	80	111
Nordijske zemlje (Danska, Estonija, Finska, Norveška i Švedska)	1.900	2.644
Poljska	100	139
Češka	200	278
Ukupno	7.497	10.434

Izvor: Međunarodni monetarni fond

Jedno od ključnih pitanja u okviru pregovora koje je ujedno izazvalo i snažne prijepore kako među pregovaračkim stranama tako i u međunarodnim ekonomskim krugovima bilo je pitanje deviznog tečaja (Di Tella et al. 2012, Aslund i Dombrovskis 2011, Blanchard et al. 2013). Najveći broj ekonomista se slagao o uzrocima krize koji su doveli Latviju u postojeću situaciju (kreditna ekspanzija, rast inflacije, realna aprecijacija, deficit na tekućem računu platne bilance). Međutim, postojale su snažne podjele oko mišljenja kako adresirati krizu, pri čemu one nisu bile temeljene na razlikama u političkim nazorima, već prvenstveno na različitim ekonomskim viđenjima krize. Tako je latvijska vlada uz snažnu podršku javnosti zastupala stanovište prema kojem Latvija treba zadržati fiksni tečaj, pri čemu su različiti međunarodni ekonomisti poput P. Krugmana kao i predstavnici MMFa zastupali stanovište o potrebi nominalne devalvacije lata.

Pobornici nominalne devalvacije obrazlagali su svoj stav na sljedeći način: Nominalna devalvacija deviznog tečaja automatski koordinira prilagodbu relativnih cijena i plaća te ju je jednostavnije provesti od interne devalvacije. U tom smislu percipira se kao relativno bezbolnija. Navodili su primjere modernih demokracija gdje su pokušaji interne devalvacije nakon dugotrajnih iscrpljivanja rezultirali javnim protestima te gubitkom kredibilnosti vlade, pa potom i neuspjehom stabilizacijskih programa. Eksternu devalvaciju percipirali su kao neizbježnu u konačnici, te su preporučali njenu provedbu što ranije prije no što država akumulira dug prema MMFu jer je njega bilo potrebno otplatiti u potpunosti.

S druge strane, nositelji ekonomske politike u Latviji zalagali su se za tzv. internu devalvaciju koja se za razliku od nominalne devalvacije tečaja temelji na prilagodbi (tj. smanjenju) nominalnih plaća i cijena. Ovakav stav obrazlagali su nizom argumenata: Kao prvo, Latvija je mala i otvorena ekonomija te bi kao takva bila pogođena snažnom uvoznom inflacijom, što bi učinilo kratkotrajnim eventualne koristi u smislu konkurentnosti ostvarene putem devalvacije. Odmah nakon devalvacije došlo bi porasta cijena energije u zemlji, a sličan trend bio bi zabilježen i kod cijene intermedijarnih dobara. Sve navedeno umanjilo bi pozitivan efekt devalvacije na realni tečaj. Nadalje, smatrali su kako bi devalvacija te s njom povezani porast realne vrijednosti obveza denominiranih u inozemnoj valuti doveli do snažne nesolventnosti građana i poduzeća. Također su vjerovali da institucionalne karakteristike (plitka financijska tržišta, odsustvo offshore tržišta za lat, teškoće za špekulatore u smislu

uzimanja zajmova denominiranih u latu) smanjuju vjerojatnost špekulativnih napada. Na kraju, smatrali su i da bi isključivo snažna fiskalna konsolidacija poslala dovoljno kredibilan signal o predanosti Vlade fiskalnoj održivosti te bi ujedno potaknula i potrebne strukturne reforme.

Usprkos ekonomskim prijeporima, latvijska Vlada u konačnici je trebala donijeti političku odluku. Nju je moguće objasniti i važnim političkim čimbenicima - 1. Od svoje samostalnosti Latvija je imala pozitivna iskustva s fiksnim tečajem (kvazi-valutni odbor) koji je djelovao poput sidra na očekivanja ekonomskih aktera te je doprinio stabilizaciji očekivanja u okviru tranzicijskog procesa. U tom smislu u javnosti je postojala snažna politička predanost nastavku ovakvog pristupa. 2. Ulazak u EU, a potom i perspektiva ulaska u euro-zonu za latvijsku javnost bila je neprikosnoven način reafirmacije vlastite samostalnosti u odnosu na sovjetski utjecaj, reintegriranja u zapadni način ekonomskog i društvenog funkcioniranja. Zapadnjačka, stabilna tržišna ekonomija percipirana je kao dugoročno najbolji način očuvanja svog političkog integriteta za koji se Latvija desetljećima borila. U tom smislu čitava javnost uključujući i nositelje ekonomske politike bila je spremna, kao i kroz svoju povijest, podnijeti velike žrtve i troškove u svrhu ostvarenja ovakvog cilja. Ukoliko bi Latvija devalvirala to bi dovelo do snažnog rasta inflacije, što bi onemogućilo njenu kvalifikaciju za euro-zonu zbog neispunjavanja Maastriških kriterija.

Zanimljivo je primijetiti da su za razliku od Fonda, predstavnici Europske komisije, Europske centralne banke kao i susjedne zemlje podržale ovakvu latvijsku odluku. Takav pristup moguće je objasniti i zaštitom vlastitih interesa. Naime, devalvacija je mogla dovesti do negativnih ekonomskih posljedica u inozemstvu. Kako su i susjedne baltičke zemlje bile pogođene krizom, devalvacija lata mogla je potaknuti devalvaciju i u Estoniji te Litvi, što bi imalo snažne negativne posljedice na njihove bankarske sustave (ali i njihovu potražnju prema latvijskim dobrima). Nadalje, kolaps banaka u Latviji (odnosno baltičkim zemljama) vjerojatno bi uzrokovao i probleme švedskim bankama koje su bile značajno izložene u regiji. [33] K tome, jedna od alternativa koju je zastupao MMF bila je devalvacija, nakon čega je trebalo

[33] Primjerice, u tom razdoblju u bankarskom sektoru Latvije od najveće 4 banke, 3 su bile u švedskom vlasništvu (Swedbank, SEB, Nordea), dok je Parex banka bila u domaćem vlasništvu. Inozemne banke mahom su se financirale sredstvima svojih matičnih banaka iz inozemstva, dok se Parex banka financirala sredstvima na međunarodnim bankovnim tržištima.

uslijediti ubrzano uvođenje eura u Latviji pri depreciranom deviznom tečaju. EU se snažno protivila ovakvoj ideji jer je ona bila u nesuglasju s odredbama Maastriškog ugovora, te bi ujedno predstavljala nepoželjan presedan.

Prema samim predstavnicima Fonda (Aslund i Dombrovskis 2011, Blanchard et al. 2013), u MMFu je postojala podijeljenost po ovom pitanju. Također navode kako je dominantan stav Fonda bila snažna skepsa prema takvom latvijskom pristupu. Uz ovakve rezerve, Fond je formalno dao svoj pristanak na zaključenje SBA aranžmana jer je suverena država članica donijela takvu političku odluku.

Nakon zaključivanja financijskog aranžmana MMFa te osiguravanja financijskog paketa pomoći, bilo je potrebno provesti program prilagodbe. Međutim, vlada premijera Godmanisa nije bila u mogućnosti provoditi usuglašene mjere prvenstveno zbog unutarnjih političkih razmirica i prijepora. Uslijedio je niz javnih demonstracija protiv vlade i njene neodlučnosti u provedbi stabilizacijskog programa, te je premijer u konačnici dao ostavku krajem veljače 2008. godine. Sredinom ožujka imenovan je novi premijer V. Dombrovskis iz stranke Novo doba (New Era). Ovdje valja napomenuti da je političkom scenom u Latviji od proglašenja njene samostalnosti praktički dominirao desni centar. Usprkos postojanju 4 ključna politička bloka, postojao je opći i trajni konsenzus o potrebi provedbe neoliberalnih ekonomskih promjena u svrhu reintegriranja u Europsku uniju odnosno euro-zonu kao jamstvo reafirmacije latvijske samostalnosti u odnosu na Rusiju.

Krajem veljače, Fond je službeno najavio i da obustavlja dijalog s Latvijom do formiranja nove Vlade i pozitivne potvrde odlučnosti Vlade u provedbi ekonomske prilagodbe. To je potrajalo do lipnja kada je nova Vlada najavila usvajanje izmjena i dopuna proračuna za tekuću godinu kako bi osigurala nastavak međunarodnog financijskog aranžmana (prijeko potrebnog za financiranje međunarodnih rezervi te proračunskog manjka).

Prvog lipnja Vlada je usvojila izmjene i dopune proračuna, no MMF i EK zatražili su dodatne fiskalne restrikcije prije drugog čitanja u parlamentu. Kako bi to ostvarila Vlada je sklopila sporazum sa socijalnim partnerima koji je uključivao niz ušteda: poduzeća u državnom vlasništvu trebala su uplatiti 80 posto svoje dobiti u proračun, središnja država trebala je smanjiti rashode za 30 posto, dok je broj državnih agencija kao i njihove administrativne troškove trebalo smanjiti za 50 posto. Donesena je odluka i o smanjenju mirovina, smanjenju neoporezivog dijela dohotka

te otpuštanju 29 posto (23 000) državnih službenika. Uvedena su i smanjenja troškova u školstvu i zdravstvu. Prema sporazumu s Fondom i EU, ciljni proračunski deficit za 2009. godinu iznosio je 10 posto BDPa te 8,5 posto za 2010. godinu izraženo u ESA 95 proračunskoj metodologiji (*European System of Accounts*).

Prema izjavama predstavnika latvijske Vlade i sudionika u financijskom aranžmanu (Aslund i Dombrovskis 2011), i nakon zaključivanja aranžmana Fond je u dijalogu s Latvijom izražavao svoj snažan oprez i manjak aktivne podrške vezano uz tečajni aranžman. Kako navode autori (p. 85-87), ovakav stav očitovao se i kašnjenju s isplatom sljedeće tranše financijskih sredstava za Latviju, te je početkom srpnja Europska unija intervenirala i samostalno isplatila gotovo milijardu eura (tj. 1,3 milijarde dolara) početkom srpnja, nakon čega je krajem mjeseca uslijedila isplata sredstava i od strane Fonda.

Sredinom listopada 2010. godine, Fond i EK zatražili su dodatne fiskalne uštede u proračunu za 2010. godinu, što je dovelo do napetosti sa latvijskom vladom. Prema V. Dombrovskisu, latvijska vlada na kraju je pristala na ovakav korak zbog asimetrije u pregovaračkoj moći te je novi proračunski cilj definiran na 7,5 posto BDPa (ESA metodologija), 1 postotni bod ispod definiranog proračunskog cilja u okviru programa MMFa. Međutim, latvijski Ustavni sud je u međuvremenu proglasio neustavnim prethodno provedena smanjenja mirovina te zatražio nadoknadu sredstava umirovljenicima, što je proračunski deficit povećalo za jedan postotni bod, no to nije izazvalo probleme s aranžmanom jer je deficit bio unutar ciljnih okvira. Prema procjenama latvijskog Ministarstva financija, strukturne uštede (kumulativni konsolidacijski napor) u razdoblju od 2008. do 2010. iznosile su oko 14 posto BDPa, te 2,2 posto BDPa u 2011. godini.

Vezano uz internu devalvaciju, Blanchard et al. (2013) analiziraju posljedično kretanje jediničnih troškova rada (definiranih kao omjer kompenzacije zaposlenima te autputa) kao i njihovih komponenti (produktivnosti te plaća) u razdoblju od 2008. do 2013. Analiza ukazuje na njihovu brzu i značajnu prilagodbu, pri čemu najveći dio smanjenja jediničnih troškova rada proizlazi iz rasta produktivnosti naspram smanjenju plaća, posebice u izvoznim sektorima. Smanjenje jediničnih troškova rada samo se djelomično reflektiralo na smanjenje izvoznih cijena, prvenstveno djelujući na povećanje profitnih marži. Ovo je pak djelovalo na povećanje izvoza (prvenstveno

na strani ponude zbog povećane profitabilnosti), a nakon toga je uslijedio rast i unutarnje potražnje.

Od trećeg tromjesečja 2010. godine nakon 9 tromjesečja pada ekonomske aktivnosti, Latvija je ponovno počela bilježiti rast, a uslijedilo je poboljšanje i ostalih ekonomskih pokazatelja uključujući inozemne izravne investicije (Tablica 11). Ovdje također valja primijetiti, da dok su u većini europskih zemalja u ovom razdoblju postojeće vlade izgubile vlast te ih je zamijenila dotadašnja opozicija, u Latviji se dogodilo suprotno. Premijer Dombrovskis koji je vodio tzv. krizni program prilagodbe i njegova Vlada ponovno su ostvarili pobjedu na parlamentarnim izborima u listopadu 2010. godine[34]. Birači su percipirali uspješnim stabilizacijski program temeljen na internoj devalvaciji i fiskalnim restrikcijama, pozitivne stope ekonomskog rasta te činjenicu da su usprkos skepsi MMFa uspjeli stabilizirati gospodarstvo te pokrenuti rast, a pritom ne narušiti preduvjete za ulazak u euro-zonu.

Zaključno

Latvijsko iskustvo i danas izaziva prijepore među ekonomistima jer ga kako pobornici tako i protivnici interne devalvacije interpretiraju u prilog svojim stavovima te ga karakteriziraju kao uspjeh odnosno neuspjeh. Studija slučaja Latvije u ovom doktorskom radu ne implicira iznošenje vrijednosnih sudova o primjerenosti odnosno neprimjerenosti odabrane ekonomske politike. Njena svrha je ilustracija nekoliko važnih pouka:

Kao prvo, ne postoji univerzalno primjeren recept ekonomske politike odnosno univerzalno preporučljiv tečajni režim. Primjeren izbor ovisi o konkretnom kontekstu u kojem se nalazi promatrana država tj. njenim jedinstvenim ekonomskim ali i političkim karakteristikama (snagama i slabostima) u pojedinom razdoblju.

Latvija je mala, otvorena ekonomija s fleksibilnim tržištem rada, koja je bila u mogućnosti u relativno kratkom roku pojačati svoju produktivnost, te je imala snažnu političku motivaciju za ovakav pristup. Od svoje samostalnosti Latvija je imala pozitivna iskustva s fiksnim tečajem (kvazi-valutni odbor) koji je djelovao poput sidra na očekivanja ekonomskih aktera te je doprinio stabilizaciji u okviru tranzicijskog

[34]V. Dombrovskis tako je obavljao funkciju premijera od ožujka 2009. do 2014. kada je dao ostavku zbog odlaska na dužnost EU povjerenika.

procesa. U tom smislu u javnosti je postojala snažna politička predanost nastavku ovakvog pristupa. Nadalje, ulazak u EU, a potom i perspektiva ulaska u euro-zonu za latvijsku javnost bila je neprikosnoven način reafirmacije vlastite samostalnosti u odnosu na sovjetski utjecaj, reintegriranja u zapadni način ekonomskog i društvenog funkcioniranja. Zapadnjačka, stabilna tržišna ekonomija percipirana je kao dugoročno najbolji način očuvanja svog političkog integriteta za koji se Latvija desetljećima borila. U tom smislu čitava javnost uključujući i nositelje ekonomske politike bila je spremna, kao i kroz svoju povijest, podnijeti velike žrtve i troškove u svrhu ostvarenja ovakvog cilja.

Kao drugo, u kompleksnim suvremenim međunarodnim odnosima, različiti (institucionalni) akteri nemaju nužno posve istovjetne interese. U tom smislu nakon donošenja odluke o smjeru vlastite ekonomske politike, moguće je identificirati zajedničke sfere interesa s pojedinim (institucionalnim) akterima te u tom smislu promicati međunarodnu podršku vlastitim ekonomsko-političkim aktivnostima. U ovom konkretnom slučaju, Latvija je zastupala važnost fiksnog tečaja, dok je MMF imao snažne rezerve prema ovakvom pristupu te je jedan od njegovih protuprijedloga bila deprecijacija nakon koje bi uslijedilo ubrzano primanje u eurozonu. Europska komisija kao i ECB nisu željeli pristati na ovakav scenarij jer je bio protivan odredbama Maastiškog ugovora, a isto tako predstavljao bi i moguć presedan za sve ostale države kandidatkinje za euro-zonu. Latvija je u tom smislu imala podršku Europske komisije i Europske centralne banke u obrani svog stava. Nadalje, kako su i susjedne baltičke zemlje bile pogođene krizom, devalvacija lata mogla je potaknuti špekulativne napade i povećati vjerojatnost devalvacije i u Estoniji te Litvi, što bi imalo snažne negativne posljedice na njihove bankarske sustave (ali i njihovu potražnju prema latvijskim dobrima). K tome, kolaps banaka u Latviji vjerojatno bi uzrokovao i probleme švedskim bankama koje su tamo bile značajno izložene. U ovom kontekstu, Latvija (posebice kao zemlja s reputacijom kredibilnog reformatora) bila je u mogućnosti mobilizirati snažnu podršku nordijskog bloka zemalja te su Estonija, Švedska, Finska, Norveška i Danska osigurale 1,9 milijardi eura (2,6 milijardi dolara) zajma koje je bilo nužno osigurati kako bi se zaključio financijski aranžman s MMFom.

Na kraju, u cjelini uzevši latvijski primjer također ilustrira postavku prema kojoj u okolnostima u kojima država sudjeluje u financijskom aranžmanu s Fondom, te u

pojedinom aspektu ekonomske politike ne djeluje nužno u smjeru poticaja Fonda, no bez obzira na to ima snažnu kredibilnost predanosti reformama, može doći do jačanja priljeva FDI.

Tablica 11: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Latvija

POKAZATELJ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Realni rast BDPa (godišnja promjena %)	5,3	7,2	7,2	8,6	8,9	10,2	11,6	9,8	-3,2	-14,2	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,4
Saldo tekućeg računa platne bilance(% BDPa)	-4,9	-7,6	-6,6	-8,1	-12,8	-12,5	-22,5	-22,4	-13,2	8,6	2,9	-2,1	-2,5	-2,3	-3,1
Sveukupne rezerve u mjesecima uvoza	2,9	3,4	3,4	3,0	3,0	2,8	4,1	3,9	3,3	7,1	6,9	4,3	4,8	4,9	2,0
Inozemne izravne investicije, priljevi (% BDPa)	4,2	1,3	2,2	2,4	4,2	4,7	7,9	8,8	4,0	-0,2	1,8	5,3	4,8	4,9	2,4
Inflacija, potrošačke cijene godišnja promjena %)	2,6	2,5	1,9	3,0	6,2	6,7	6,5	10,1	15,4	3,5	-1,1	4,4	2,2	0,0	0,6
Cijene stambenih nekretnina (prosječna godišnja promjena)	NA	0,3	46,7	22,5	2,7	24,0	55,2	36,3	1,1	-37,3	-11,0	10,4	3,0	6,9	6,0
Devizni tečaj (jedinice lokalne valute za USD, godišnji prosjek)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	NA
Fiskalni saldo (% BDPa)	-2,8	-2,0	-2,3	-1,6	-1,1	-0,4	-0,6	-0,7	-4,4	-9,1	-8,5	-3,5	-1,4	-0,9	-1,4
Bruto dug konsolidirane opće države (% BDPa)	12,1	13,9	13,2	13,9	14,3	11,8	9,9	8,4	18,7	36,6	47,5	42,8	41,4	39,1	40,6
Bruto inozemni dug (% BDPa)	60,7	68,8	69,9	75,9	88,5	99,1	113,4	127,6	130,0	157,1	166,2	145,8	135,3	131,3	138,7
Indeks realnog efektivnog tečaja (2005=100), deflator jedinični trošak rada	107,0	104,0	97,0	91,8	92,7	100,0	113,3	138,3	157,1	136,9	124,0	123,5	124,6	131,2	135,8
Nominalni jedinični	NA	-0,5	-1,3	4,0	6,4	15,0	15,8	26,6	19,3	-11,5	-8,3	-0,9	3,5	4,3	4,6

trošak rada (godišnja promjena %)															
Stopa nezaposlenosti	14,2	13,1	13,2	10,6	9,9	8,9	6,8	6,0	7,4	17,1	18,7	16,2	14,9	11,1	NA

NA=nema dostupnih podataka

Izvor: Svjetska banka, Eurostat, Institut za međunarodnu ekonomiju u Beču, Međunarodni monetarni fond

Tablica 12: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Latvija

Zemlja	Financijski aranžman Fonda	Datum početka	Datum završetka
Latvija	SBA	20 04 2001	19 12 2002
	SBA	22 03 2008	22 12 2011

Izvor: Međunarodni monetarni fond

5.2.4. Studija slučaja-Mađarska:

Uvodno

Sljedeća studija opisuje individualni slučaj koji predstavlja određen odmak od agregatnih rezultata ekonometrijskog istraživanja za zemlje Srednje i Jugoistočne Europe. Tako npr. **država može otvoreno odbiti financijski aranžman Fonda te se u određenim aspektima odmaknuti od principa koje on zastupa. No, to ne znači nužno da će inozemni izravni investitori kazniti državu trajnim odljevom inozemnog kapitala.** U odjeljku 5.2.4. ilustrira se navedena postavka kroz studiju slučaja Mađarske.

Općenito uzevši, Mađarska je u prvom dijelu tranzicijskog procesa smatrana jednim od nositelja uspješne tržišne transformacije. Međutim, nakon usporavanja ekonomskog rasta krajem prve polovine prošlog desetljeća, globalne ekonomske krize koje je pogodila i Mađarsku te dolaska na Vlast stranke desnog centra Fidesz, multilateralne (financijske) institucije poput MMFa i EU sve snažnije izražavaju svoje neslaganje s politikom premijera V. Orbana. Nju karakterizira selektivno neortodoksni pristup u pojedinim aspektima (odmak od neoliberalnih principa te jačanje uloge države). U skladu s očekivanjima i rezultatima ekonometrijskog istraživanja, inozemni izravni investitori nisu nagradili trajnim povećanjem priljeva odmak od financijskih aranžmana MMFa kao i selektivni odmak od neoliberalne ekonomske politike. Međutim, neočekivana je činjenica da FDI investitori nisu jednoznačno kaznili Mađarsku trajnim odljevima investicija, odnosno trajnim smanjenjem priljeva FDI (posebice promatrano iz perspektive podataka korigiranih za kapital u tranzitu). U nastavku odjeljka ukratko će se prikazati razvoj ovakvih okolnosti te će se pokušati dati neka moguća objašnjenja ovakvog ponašanja inozemnih izravnih investitora.

Prikaz

Početkom devedesetih godina Mađarska je smatrana jednom od zemalja s najpovoljnijim preduvjetima za uspješnu transformaciju iz centralno-planiranog u tržišno gospodarstvo. Bila je jedna od ekonomski najotvorenijih zemalja tzv. Istočnog

bloka jer je već osamdesetih godina polovica njene trgovinske razmjene ostvarivana sa zemljama Zapadnog bloka. Cijene kao i domaća trgovina također su bile bile u značajnoj mjeri liberalizirane s manjih brojem monopola. K tome, privatno poduzetništvo nije bilo dozvoljeno isključivo u malim poljoprivrednim gospodarstvima (kao npr. u Poljskoj i Čehoslovačkoj), već i u sektorima industrije i usluga. Već krajem osamdesetih godina ojačana je samostalnost centralne banke te otvorene komercijalne banke (iako u državnom vlasništvu).

Prva post-komunistička Vlada desnog centra (1990-1994) na čelu s premijerom J. Antalom uspostavila je zakonodavni okvir u svrhu razvoja tržišnog gospodarstva posebice vezano uz područje bankarstva, osiguranja, upravljanja državnom imovinom, privatizaciju, stečaj i likvidaciju. Socijalistička Vlada vođena G. Hornom (1994-1998) provela je Stabilizacijski program u kombinaciji s odgovarajućim financijskim aranžmanom MMFa. Njegovi ključni elementi bili su: jednokratna devalvacija deviznog tečaja te uvođenje puzajućeg tečaja, uvođenje prireza na uvoz (osim primarne energije i investicijskih dobara) uz plan za njegovu postupnu eliminaciju, smanjenje realnih plaća, te strukturne reforme. One su bile usmjerene na uvođenje tzv. drugog mirovinskog stupa (obvezna privatna mirovinska štednja), jačanje sustava riznice u upravljanju javnim financijama, uvođenje školarina u visokom obrazovanju kao i participaciju za stomatološke usluge, te uvođenje imovinskog cenzusa vezano uz socijalne naknade.

Iako je gospodarstvo bilježilo rast ekonomske aktivnosti posebice temeljem rasta izvoza u razdoblju od 1996. do 2001. godine, Stabilizacijski program oslabio je popularnost socijalističke vlade, te je nakon izbora 1998. godine na vlast došla stranka desnog centra Fidesz vođena V. Orbanom. U svom prvom mandatu od 1998. do 2002. Orban je vodio umjerenu ekonomsku politiku te je u tom razdoblju uspio smanjiti fiskalni deficit u odnosu na prethodne Vlade. Međutim, godinu dana prije nastupajućih izbora, želeći ponovno dobiti povjerenje birača, Orban se odlučio umjesto postojećeg modela rasta temeljenog na izvozu i investicijama, prvenstveno ojačavati osobnu potrošnju putem jačanja javnih rashoda kroz povećanje plaća u javnim službama za 50 posto te povećanje minimalnih plaća za 60 posto, a također su uvedene subvencije za stambene kredite. Ukinute su i školarine u visokom obrazovanju.

Ipak, to nije bilo dovoljno za pobjedu na izborima, te je nakon izbora formirana socijalistička Vlada premijera P. Medgyessya koja je na vlast došla s motom sistemskih promjena u sustavu socijalne države. U tom smislu za vrijeme njenog prvog mandata u razdoblju od 2002. do 2006. došlo je do daljnjeg povećanja plaća u javnoj upravi za 50 posto kao i uvođenja tzv. 13. plaće, a također je isplaćivana i tzv. 13. mirovina te jednokratni dodaci svim mirovinama. Uvedene su subvencije za plin, struju i centralno grijanje domaćinstava, povećane su subvencije za kamate na stambene kredite te je smanjena granična stopa poreza na dodanu vrijednost s 25 posto na 20 posto. Sve navedeno povećalo je popularnost Vlade koja je osvojila svoj novi mandat 2006., ali se povećao i fiskalni deficit koji je dosegnuo 9,5 posto BDPa.

Vlada je dobila novi mandat pod motom „reforme bez restrikcija“ te “Mađarska-panonska puma““, no niz čimbenika negativno je utjecao kako na ostvarenje ovakvih ciljeva tako i na uspješnost Vlade. Prvi čimbenik odnosi se na činjenicu da je u javnost dospjela snimka premijera koji u bliskom krugu sugovornika priznaje kako je Vlada prezentirala biračima falsificiranu ekonomsku statistiku ne bi li osvojila predstojeće izbore. Ovakve okolnosti rezultirale su nizom demonstracija koje su jenjale tek ostavkom premijera F. Gyurcsanya te imenovanjem G. Bajnaia novim premijerom u prvom tromjesečju 2009. godine. Drugi važan čimbenik koji je otežao poziciju socijalističke Vlade bila je procedura prekomjernog deficita (*excessive deficit procedure*) koju je Vijeće ministara EU pokrenulo protiv Mađarske zbog narušavanja fiskalnih odredbi Pakta o stabilnosti i rastu. Slijedom navedenog, mađarska Vlada bila je pod snažnim međunarodnim pritiskom te je pokrenula program fiskalnih restrikcija. Treći čimbenik odnosi se na globalnu ekonomsku krizu iz 2008. godine koja je na Mađarsku djelovala putem trgovinskog šoka te zamrzavanja globalne likvidnosti. Ova dva čimbenika utjecala su na smanjenje izvoza, domaće potražnje i investicija. Došlo je do jačanja percepcije negativnih rizika vezanih uz moguću ogluhu na otplatu zajmova od strane kućanstava (gdje je 70 posto ukupnog duga bilo denominirano u inozemnoj valuti), te rizika vezanih uz nabavu sredstava od strane bankarskog sektora na međunarodnim tržištima, a mađarska Vlada sve se teže mogla financirati izdavanjem obveznica. Sve navedeno dovelo je do bijega ekonomskih aktera koji su likvidirali svoju imovinu denominiranu u forintama te do posljedične snažne deprecijacije deviznog tečaja. U konačnici se mađarska Vlada obratila za pomoć MMFu koji je u studenom 2008. godine u suradnji s Europskom

unijom omogućio zajam u iznosu od 20 milijardi eura (27,8 milijardi dolara). Pri tome je MMF osigurao 12,5 milijardi eura (17,4 milijarde dolara), Europska unija 6,5 milijardi eura (9 milijardi dolara) (iz tzv. Instrumenta za platnu bilancu), dok je Svjetska banka osigurala 1 milijardu eura (1,4 milijarde dolara). Nastavljeno je s provedbom fiskalnih restrikcija u još jačem obimu te je tako između ostalog ukinuta 13. mirovina te su smanjene plaće u javnoj upravi, a u okviru strukturnih reformi povećana je dob za odlazak u mirovinu, smanjene su isplate socijalnih transfera (posebice porodiljinih naknada) te ograničena uloga stope rasta plaća u procesu indeksiranja mirovina.

Ovakva kretanja negativno su se odrazile na popularnost socijalista te je u travnju 2010. izbore osvojila stranka Fidesz s gotovo 70 posto sveukupnih glasova. Nekoliko čimbenika pogodovalo je takvom razvoju događaja: Restriktivna ekonomska politika povezana s adresiranjem preporuka Vijeća Europske unije u okviru procedure prekomjernog deficita EU nije zaštitila Mađarsku od utjecaja globalne financijske krize. Financijska i trgovinska otvorenost Mađarske i njena međunarodna integracija, prethodno interpretirane od strane birača kao izvor nacionalnog ponosa i snage, sada su percipirane kao karakteristike koje su je i učinile vrlo ranjivom na širenje negativnih posljedica globalne krize. K tome, prociklična ekonomska politika koju su zastupale međunarodne institucije poput MMFa i EU ne samo da nije poboljšala ekonomsku situaciju u kratkom roku, već je u političkom smislu doprinijela jačanju Fidesza koji je za teškoće mađarskih građana krivio prethodnu socijalističku Vladu, ekonomske restrikcije i njihove institucionalne zagovornike (MMF i EU) te inozemne banke. Nadalje, Orban je u svojim istupima isticao kako Mađarska ne treba kopirati ekonomsku politiku razvijenih država EU čija je konkurentnost slabila u međunarodnim razmjerima, već se treba okrenuti iznalaženju vlastitog modela za promicanje rasta. Ovakav diskurs naišao je na odobravanje birača pogođenih mjerama restriktivne ekonomske politike financijskog paketa EU i MMFa.

U tom smislu, nakon dolaska na vlast 2010. godine, ekonomsku politiku V. Orbana karakterizira tzv. selektivno neortodoksni pristup (Djankov 2015, Toth 2015). S jedne strane, u pojedinim aspektima ekonomske politike prisutan je odmak od liberalizma i jačanje uloge države, dok je u drugim aspektima vidljiv neoliberalni pristup.

Odmak od liberalizma odnosno jačanje uloge države vidljivi su u sljedećim aspektima:

1. Adresiranje fiskalnog deficita prvenstveno temeljem rasta poreznih prihoda te specifičnih promjena u mirovinskom sustavu

V. Orban tijekom svog mandata bilježi smanjenje fiskalnog deficita te je tako Mađarska prvi puta nakon njenog pokretanja 2004. godine, izašla iz EU procedure prekomjernog deficita 2013. godine. Međutim smanjenje deficita temeljeno je prvenstveno na povećanju poreznih prihoda, što je u nesuglasju s pristupom koji zastupa Europska komisija koja naglasak stavlja na smanjenje javnih rashoda. Ovdje je potrebno istaknuti povećanje granične stope poreza na dodanu vrijednost na 27 posto, uvođenje tzv. kriznog poreza u sektorima bankarstva, osiguranja, maloprodaje, telekomunikacija kao i distribucije električne energije i plina (dominantno u inozemnom vlasništvu) kao i povećanje najviše porezne stope na godišnje prihode od oglašavanja (koja prvenstveno pogađa inozemne medijske kuće). Također valja spomenuti i uvođenje bankovnog nameta u iznosu od 0,6 posto sveukupne bankovne imovine. Na kraju, Vlada je također efektivno nacionalizirala drugi mirovinski stup.

2. Nacionalizacija strateške imovine

U skladu sa svojim stavom kako je potrebno ojačati ulogu države u gospodarstvu Orban također nacionalizira kompanije percipirane kao strateški važne za mađarsko gospodarstvo. Navodeći kako niti jedna država ne može biti sigurna dok je njena opskrba energijom izložena inozemnim kompanijama, mađarska Vlada otkupila je 20 posto udjela u energetskom konglomeratu MOL od ruskog vlasnika Surgutneftegaz 2011. godine. U 2012. te 2013. također su otkupljene energetske kompanije E.ON te RWE prethodno u njemačkom vlasništvu.

3. Uspostava monopola

Krajem 2011. godine parlament je donio zakon koji omogućuje uspostavu državnog monopola nad maloprodajom duhanskih proizvoda. Službeni cilj ove mjere između ostalog je bio i omogućiti poslovne prilike malim obiteljskim tvrtkama. Međutim, sljedeće godine mediji su objavili niz izvješća u kojima se navodi kako su koncesije za prodaju duhanskih proizvoda prvenstveno dodjeljivane osobama bliskim vladajućoj stranci (Djankov 2015, European Commission 2015).

4. Financiranje za rast (*Financing for growth scheme*)

Financijska kriza otežala je pristup financiranju za male i srednje poduzetnike te je tako država s ciljem da im pomogne pokrenula program u kojem su dodjeljivana financijska sredstva kako za refinanciranje postojećih zajmova tako i za nove zajmove. U izbornoj godini tj. 2014. ova mjera dodatno je proširena novim financijskim sredstvima te su u nju uključena uz male i srednji poduzetnici. Kako je ova mjera polučila veliku popularnost među korisnicima, nakon izbora 2014. godine te ponovne pobjede Fidesza, centralna banka pokrenula je novu mjeru tzv. Financiranje za rast plus gdje centralna banka djelomično preuzima kreditni rizik malih poduzetnika.

5. Smanjenje utjecaja (inozemnih) banaka i inozemne valute

Tijekom krize u euro-zoni banke u inozemnom vlasništvu prvenstveno su štitile interese svojih matičnih baza nauštrb svojih podružnica u Istočnoj Europi, što je doprinijelo percepciji mađarskih građana kako je prekomjerna ovisnost o inozemnim bankama naštetila mađarskom gospodarstvu. U tom kontekstu premijer Orban je najavio jačanje vlasničke uloge države u bankovnom sektoru. Stoga je različitim akvizicijama tijekom 2013. te 2014. godine ostvario dvadesetpostotni vlasnički udio države u imovini bankovnog sektora. Također je najavio daljnje akvizicije ovakve vrste s ciljem realizacije državnog vlasništva nad barem 50 posto imovine bankovnog sektora (Djankov 2015).

Nadalje, 2010. godine uveden je tzv. bankovni namet, a 2013. godine povećana je pristojba na financijske transakcije (Europska komisija 2015). Banke su također dužne kompenzirati zajmoprimcima tzv. zlouporabu zajmovnih ugovora (npr. jednostrano povećanje kamatnih stopa te marži na zajmove u inozemnoj valuti) (Europska komisija 2015).

U razdoblju između listopada 2011. te veljače 2012. kućanstvima je omogućena jednokratna otplata zajmova u inozemnoj valuti po diskontiranom deviznom tečaju. K tome, zajmoprimci s obvezama u inozemnoj valuti u mogućnosti su otplaćivati svoj dug prema povlaštenom fiksnom deviznom tečaju. Nadalje, od kraja 2014. godine, država putem programa za pomoć dužnicima otkupljuje od komercijalnih banaka nekretnine kućanstava koja nisu u mogućnosti otplaćivati svoje

zajmove te potom slijedi redefiniranje ugovornih obveza u svrhu omogućavanja počeka i produženja ročnosti zajma.

6. Odmak od stavova i financijskih aranžmana MMFa

Stand-by aranžman koji je sklopila socijalistička Vlada s MMFom trajao je studenog 2008. godine do listopada 2010. godine. Nakon pobjede Fidesza na parlamentarnim izborima u travnju 2010. godine, premijer Orban ponovno je započeo dijalog s Fondom u svrhu sklapanja novog aranžmana. Međutim, ubrzo je došlo do snažnih nesuglasica s predstavnicima MMFa i Europske komisije zbog strategije generiranja proračunskih prihoda kao i predloženog fiskalnog deficita, te su ovi pregovori prekinuti već u srpnju iste godine.

Nakon snažne deprecijacije forinte i s teškoćama u izdavanju obveznica, Mađarska je ponovno započela pregovore s Fondom u studenom 2011. Pregovori su trajali godinu dana, no nije bilo dogovora s obzirom na trajna neslaganja oko mjera i ciljeva ekonomske politike. Nakon ovakvog prekida, u mađarskim dnevnim novinama objavljeni su oglasi gdje Vlada poručuje kako se Mađarska neće predati Fondu niti odustati od svoje nezavisnosti. V. Orban je potom izjavio kako su pregovori s Fondom ionako pokrenuti u svrhu ostvarivanja katalitičkog učinka Fonda tj. privlačenja inozemnog kapitala po povoljnijim uvjetima nego bi to bio slučaj bez angažmana MMFa. Ovdje valja primijetiti kako sukladno analizama Johnson i Barnesa (2015), ekonomski akteri na tržištima obveznica nisu kaznili Mađarsku već je ona tijekom 2013. i 2014. godine uspješno plasirala dvanaestak izdanja obveznica denominiranih u inozemnoj i domaćoj valuti. Ovakve okolnosti upravo su i omogućile Mađarskoj da nema potrebu za sklapanjem novog financijskog aranžmana s Fondom, čiji utjecaj je značajno ograničen u situaciji odsutnosti financijskog aranžmana s promatranom državom. Autori takvo ponašanje kreditora tumače činjenicom da je Orban neortodoksnim mjerama ekonomske politike uspio ostvariti ortodoksne ekonomske ciljeve smanjenja fiskalnog deficita i javnog duga, koji predstavljaju ključne odrednice ove vrste priljeva inozemnog kapitala.

2013. godine, mađarska Vlada je iskoristila ovakve okolnosti te je otplatila zajam MMFu mjesec dana prije njegovog službenog završetka, a potom je centralna banka izdala uputu predstavnicima Fonda u Washingtonu da zatvore svoje predstavništvo u Budimpešti (Byrne 2015).

S druge strane, u drugim aspektima ekonomske politike moguće je primijetiti neoliberalne tendencije. Tako npr. Vlada deklarira svoju aktivnu podršku inozemnim izravnim investicijama te je u tom smislu sklopila pedesetak strateških sporazuma s ključnim inozemnim investitorima (Europska komisija 2015). Nadalje, novo radno zakonodavstvo također je kreirano sa svrhom olakšavanja fleksibilnih oblika rada i zapošljavanja za multinacionalne kompanije u Mađarskoj (Toth 2015). Isti autor također navodi kako provedene strukturne reforme u smislu ograničavanja mogućnosti za prijevremenu mirovinu, smanjenja razdoblja s pravom na naknadu za nezaposlenost s 9 mjeseci na 3 mjeseca, također mogu biti interpretirani kao mjere u svrhu kreiranja neoliberalnog radnog modela. EEAG izvješće (2012) nadalje navodi kako u kontekstu neoliberalnih mjera ekonomske politike u Mađarskoj također treba spomenuti smanjenje stopa poreza na dobit za mala i srednja poduzeća te uvođenje univerzalne stope od 16 posto na porez na dohodak.

Ovdje je moguće spomenuti i ortodoksne ciljeve ekonomske politike poput smanjenja fiskalnog deficita, javnog i vanjskog duga koje je uspjela ostvariti Vlada V. Orbana, iako su prvenstveno realizirani putem neortodoksnih mjera ekonomske politike kao što je gore navedeno. Ipak, smanjenje fiskalnog deficita i javnog duga sukladno pravilima Pakta o stabilnosti i rastu omogućilo je Mađarskoj izlazak iz procedure prekomjernog deficita. Sve dok traje ovakva situacija, značajno je smanjen utjecaj Europske unije u smislu potencijalno punitivnih mjera koje EU može primijeniti na Mađarsku (posebice kao državu članicu koja je van euro-zone).

Ovakav selektivno neortodoksni pristup ekonomskoj politici Toth (2015) objašnjava činjenicom da je Mađarska relativno mala i visoko zadužena ekonomija, s manjkom snažnih domaćih kompanija (To potkrepljuju i podaci Eurostata (*MIP indicators 2015*), prema kojima je dodana vrijednost u multinacionalnim kompanijama kao udio u ukupnoj dodanoj vrijednosti iznosila 51,9 posto, za razliku od prosjeka EU koji se kretao oko 9,8 posto, dok je vrijednost ovog pokazatelja u istom razdoblju u Latviji iznosila 30,1 posto, odnosno 32,3 posto u Bugarskoj, te 35,1 posto u Poljskoj). Također se radi o ekonomiji koja je ovisna o izvozu kompanija u inozemnom vlasništvu. U takvim uvjetima nije realno posvemašnje odbacivanje neoliberalne paradigme te provođenje politike supstitucija uvoza. Fidesz se stoga odlučio za

selektivno neortodoksni pristup primijenjen primarno u pojedinim sektorima koji su percipirani od strateškog značaja za Mađarsku.

Kako su na ovakvu ekonomsku politiku V. Orbana reagirali inozemni izravni investitori? U svrhu odgovora na ovo pitanje moguće je ukratko iznijeti podatke o kretanjima priljeva inozemnih izravnih investicija u Mađarsku u razdoblju neposredno prije i nakon globalne financijske krize te potom pokušati dati moguća objašnjenja takvih trendova.

Iz grafikona u prilogu 3 doktorskog rada je vidljivo da Mađarska u usporedbi s ostalim zemljama Višegrada ima najveći volumen priljeva FDI. Također je vidljivo da je nakon globalne krize priljev FDI značajno smanjen. Europska komisija u svojim analizama (2015) ističe kako je takva pojavnost karakteristična općenito za zemlje Srednje i Istočne Europe, pa čak i Europske unije. U tom smislu navodi kako je moguće primarno objašnjenje ovakve pojavnosti utjecaj ekonomske krize, a ne ponašanje pojedinačnih zemalja. Takvi nalazi Europske komisije u suglasju su s nalazima ovog istraživanja kao i znanstvene literature na temu utjecaja financijskih aranžmana MMFa koji ističu kako je u analizama utjecaja MMFa na pojedini makroekonomski agregat potrebno razlučiti učinak Fonda od učinka pojedinih čimbenika zbog kojih se promatrana zemlja u prvom redu i obraća Fondu za pomoć (npr. kriza).

Kako su oscilacije između vrha i dna ciklusa kod Mađarske znatno izraženije od ostalih zemalja Višegrad regije, uputno je detaljnije proučiti spomenute priljeve FDI. U tom smislu, istraživanja Mađarske centralne banke (MNB) (Montvai 2015) ukazuju na sve veći značaj čimbenika koji suštinski predstavljaju kapital u tranzitu, a utječu u značajnoj mjeri na kretanja u bruto FDI vezano uz Mađarsku. Ukoliko želimo kvalitetno analizirati inozemne izravne investicije u ovom kontekstu potrebno je razlučiti takve čimbenike. Naime, zbog specifičnosti mađarskog poreznog sustava, određene korporacije osiguravaju zajmove povezanim poduzećima u Mađarskoj u svrhu optimizacije poreznih izdataka, a potom se ovakva sredstva odmah transferiraju iz Mađarske dalje u inozemstvo. Izvješća OECDa te Mađarske centralne banke (MNB Report on Balance of Payments 2014) također navode kako je svega nekoliko zemalja značajno pogođeno ovakvom situacijom, a to su Luksemburg, Nizozemska i Mađarska. U tom smislu, istraživanja MNB (Montvai 2015) o bruto tijekovima FDI formalno razlikuju između tijekova putem tzv. namjenskih društava

(*special purpose enterprises*-SPE), kapitala u tranzitu te restrukturiranja imovinskog portfelja. SPE su poduzeća koja su primarno angažirana u intermedijaciji financijskih sredstava među povezanim poduzećima unutar multinacionalne grupacije, no u suštini njihova matična poduzeća odlučuju o smjeru i iznosima sredstava koja kanaliziraju. Njihove neto investicije registrirane putem različitih financijskih instrumenata praktički su jednake nuli u dužem vremenskom razdoblju. No, zbog veličine financijskih sredstava koja se ovako kanaliziraju, registrirane transakcije mogu dovesti do distorzija u podacima platne bilance. Uz navedeno, postoji i kategorija kapitala u tranzitu gdje je rezidentno poduzeća (koje nije SPE) unutar multinacionalne grupacije, uz svoje uobičajene aktivnosti (proizvodnje odnosno usluga) aktivno i u kanaliziranju kapitala unutar grupacije. Ovakvi tijekovi također nemaju supstancijalnog efekta na gospodarstvo promatrane zemlje. Na kraju, ukoliko multinacionalna kompanija prilagođava svoj imovinski portfelj na prekograničnoj razini: likvidiranje jedne podružnice, uspostavljanje nove podružnice, alociranje sredstava iz jedne podružnice u drugu, onda se ovakve velike transakcije priljeva i odljeva kapitala registriraju u platnoj bilanci, bez stvarnog supstancijalnog efekta na promatranu ekonomiju. Značaj posljednje dvije kategorije jača nakon 2010. godine.[35]

Zbog navedenih okolnosti, od 2008. godine, MNB prikuplja, ažurira i javno objavljuje podatke o inozemnim izravnim investicijama gdje uz uobičajene vremenske serije koje uključuju SPEs, također objavljuje i one koje isključuju SPEs, odnosno tzv. prilagođene vremenske serije koje korigiraju za SPEs, kapital u tranzitu te restrukturiranje imovinskog portfelja. Spomenute vremenske serije prikazane su na grafikonu u prilogu 4 doktorskog rada.

Ukoliko promatramo korigirane priljeve FDI, vidljivo je da su one nakon blagog pada do 2010. godine, bilježile rast da bi potom recentno konvergirale oko pretkriznih vrijednosti. Dakle, kako su inozemni izravni investitori u cjelini reagirali na selektivno neortodoksnu ekonomsku politiku i odmak od neoliberalnih principa V. Orbana koji je na premijersko mjesto stupio u travnju 2010. godine. U skladu s očekivanjima i rezultatima ekonometrijskog istraživanja koje identificira katalitički učinak Fonda na razini svih zemalja iz uzorka tj. Srednje i Jugoistočne Europe, inozemni izravni investitori nisu nagradili Mađarsku trajnim povećanjem priljeva. No, ono što je

[35] Detaljnije definicije i objašnjenja spomenutih pojmova dani su u članku "*FDI statistics excluding special purpose entities, capital-in-transit and financial restructuring-Hungarian practice*" autorice Beate Montvai iz Mađarske centralne banke (srpanj, 2015).

neobično i relativno neočekivano je činjenica da FDI investitori nisu snažno i jednoznačno kaznili Mađarsku trajnim odljevima investicija, odnosno trajnim smanjenjem priljeva FDI (posebice promatrano iz perspektive podataka korigiranih za kapital u tranzitu koji nema realnog efekta na ekonomiju).

Koja su moguća objašnjenja ovakvog kretanja priljeva FDI?

Kao prvo, na konceptualnoj razini, nije izvjesno hoće li i u kojem stupnju financijski aranžmani MMFa sa svojim uobičajenim mjerama restriktivne monetarne i fiskalne politike te devalvacije deviznog tečaja dovesti do dodatnih kapitalnih priljeva. U tom smislu selektivni odmak od restriktivne ekonomske politike te aranžmana MMFa ne mora nužno rezultirati bijegom inozemnih investitora.

Naime, povećanje tuzemnih kamatnih stopa može privući neke oblike kratkoročnog kapitala, no posljedični pad u osobnoj potrošnji i investicijama u kombinaciji s povećanom vjerojatnošću pada ekonomske aktivnosti može odvratiti inozemne izravne investitore. Nadalje, snažan rast kamatnih stopa također može povećati rizik korporativnih bankrota (kao i bankrota kućanstava) te izložiti ranjivosti domaćeg bankovnog i financijskog sustava, što vjerojatno neće pozitivno utjecati na ekonomske aktere. Nadalje, kako bi ispunile predefinirane proračunske ciljeve Vlade država korisnica često su prisiljene smanjivati proračunske rashode. One stoga trebaju odlučiti hoće li smanjiti plaće zaposlenicima u javnom sektoru kao i transfere (pri čemu se efekti ovakve odluke odmah osjećaju među biračima) ili će smanjiti javne investicije (pri čemu se efekti ovakve mjere osjećaju u dugom roku). Ukoliko se Vlada odluči za efekte koji se osjećaju tek u dugom roku, ovo će negativno djelovati na ekonomski rast. K tome, Tanzi i Davoodi (1997) navode kako ne samo da se u ovakvim situacijama smanjuju javne investicije, već su i one preostale suboptimalne kvalitete. U ovim okolnostima javne investicije su često usmjerene na događanja koja su politički bitna i eksponirana u javnosti umjesto na važne investicijske projekte koji možda iziskuju više vremena, ali su manje eksponirani u javnosti. Nadalje, devalvacija deviznog tečaja također može biti interpretirana od strane inozemnih investitora kao indikacija smanjene predanosti održavanju stabilnosti deviznog tečaja te kao signal eliminacije „sidra“ deviznog tečaja u zemlji i povećanoj vjerojatnosti budućih devalvacija.

Kao drugo, posebice u posljednjih 15 godina u političkoj ekonomiji su u tijeku brojne rasprave o utjecaju MMFa na različite makroekonomske agregate. Rezultati

ovakvih rasprava i znanstvenih analiza ponajčešće ne rezultiraju konsenzusom[36]. Stoga je moguće pretpostaviti da inozemni investitori neće uvijek jednoznačno zaključiti kako financijski aranžmani Fonda u svakom slučaju dovode do poboljšanja makroekonomskih pokazatelja. U tom smislu odmak od financijskih aranžmana Fonda u Mađarskoj ne mora nužno odmah rezultirati i odmakom inozemnih izravnih investitora.

Kao treće, osim gore navedenih konceptualnih argumenata zašto FDI investitori ne moraju nužno snažno kazniti odmak mađarske Vlade od financijskih aranžmana MMFa, moguće je i na razini pojedinih odrednica priljeva FDI promotriti razloge ovakvom njihovom ponašanju.

Rezultati ekonometrijskog istraživanja upućuju da jedan od ključnih globalnih tj. *push* faktora koji utječu na priljeve FDI jesu globalne kamatne stope u razvijenim zemljama (Calvo et al. 1993). U uvjetima nižih globalnih kamatnih stopa, međunarodne kompanije će povećati svoje investicije jer će troškovi njihovog zaduživanja biti niži (čineći inozemne projekte poput greenfield ili brownfield investicija jeftinijima za financiranje) (Arbatli 2011). U ovom kontekstu potrebno je promotriti kamatne stope u zemljama euro-zone (s obzirom da 80 posto FDI u Mađarsku dolazi iz EU, te posebice iz Njemačke, Nizozemske i Austrije). Kao što je vidljivo iz grafikona u prilogu 5 doktorskog rada, od listopada 2008. godine referentna kamatna stopa ECBa je u gotovo kontinuiranom padu, pri čemu posebno niske vrijednosti bilježi od početka 2012. godine.

Nadalje, rezultati ekonometrijskog istraživanja također ukazuju da priljevi FDI u promatrano gospodarstvo ovise o prethodnim priljevima FDI na toj lokaciji tj. zemlje koje su do sada bile uspješne u privlačenju FDI vjerojatnije će to ostvariti i u budućnosti (Biglaiser i De Rouen 2010, Bauer i suradnici 2012). Aglomeracija može biti uzrokovana tendencijom ponašanja krda koje karakterizira investitore (Knoop 2008) - postojeće inozemne investicije u promatranom gospodarstvu mogu poslužiti investitorima kao signal povoljnog investicijskog okružja. Dodatno objašnjenje usmjereno je na pozitivne eksternalije koje nastaju prostornim grupiranjem FDI na pojedinim lokacijama zbog postojanja mase potrebnih znanja, specijaliziranog tržišta rada i mreže distributera (Kinoshita i Campos 2002). Promatrano iz navedene perspektive, Mađarsku karakterizira relativno vrlo visoka razina akumuliranih priljeva

[36] Vidjeti pobliže u početnom dijelu poglavlja 7.1.4.

FDI u usporedbi sa zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (grafikon u prilogu 6 doktorskog rada), te je u tom smislu vjerojatan i daljnji priljev FDI uz pretpostavku *ceteris paribus*.

Na kraju, u ekonometrijskom istraživanju također je utvrđeno da je realni ekonomski rast jedna od odrednica priljeva FDI. Prema Arbatliu (2011) te Ahmedu i suradnicima (2005), visoke stope realnog rasta ekonomske aktivnosti mogu indicirati visoku produktivnost u gospodarstvu. Nadalje, rastuće gospodarstvo vjerojatno će karakterizirati viska stopa rasta i u bliskoj budućnosti, pa tako i visoke stope povrata te niži rizik. U tom smislu analize Europske komisije (2015) ukazuju kako je nakon krize Mađarska bilježila umjeren rast u 2010. te 2011. godini (0,8 posto te 1,8 posto), prije ponovne recesije (-1,5 posto) u 2012. godini te rasta od 1,5 posto u 2013. godini. Potom je uslijedio rast od 3,7 posto u 2014., dok je rast u prva dva tromjesečja 2015. godine u usporedbi istim razdobljem prethodne godine iznosio 3,6 posto. U 2014. ključni doprinos rastu dale su investicije posebice u smislu snažne apsorpcije EU fondova te velike popularnosti subvencioniranih zajmova za mala i srednja poduzeća od strane MNBa (Financiranje za rast). Očekuje se da će se rast u 2015. i 2016. bazirati prvenstveno na jačanju osobne potrošnje s obzirom da je vjerojatan rast raspoloživog dohotka kućanstava temeljem kompenzacija bankovnog sektora koje im se isplaćuju kao i projicirano smanjenje inflacije (što povećava kupovnu moć plaća i mirovina). Zagovornici ekonomske politike V. Orbana ovakve podatke interpretiraju kao pobjedu njegovog pristupa. Ipak, kritičari naglašavaju da ekonomska politika koju karakterizira nepredvidljivost zakonske regulative, asimetrično opterećivanje pojedinih sektora (posebice bankovnog) te snažna uloga države u ekonomiji ne može osigurati trajan i snažan rast.

Zaključno

Zaključno, primjer Mađarske pokazuje da postoje pojedinačni slučajevi koji predstavljaju određen odmak od predikcija temeljem agregatnih rezultata ekonometrijskog istraživanja. Naime, sukladno očekivanjima, FDI investitori nisu nagradili ekonomsku politiku Mađarske povećanjem priljeva kapitala. No, odbacivanje financijskih aranžmana Fonda kao i selektivni odmak od principa neoliberalne ekonomske politike ne mora nužno rezultirati trajnim odljevima inozemnih izravnih

investitora kao ni jednoznačnim trajnim smanjenjem priljeva ovakvog kapitala kako zbog pojedinih čimbenika unutar Mađarske tako i zbog određenih vanjskih čimbenika.

Studija slučaja ukazuje i na ograničenja Fonda u smislu stvaranja poticaja za kredibilno obvezivanje države na ekonomske promjene u situaciji kada promatrana država nije korisnica financijskog aranžmana s njegovim pratećim uvjetovanostima. Također je indikacija mogućeg zaokreta u ekonomskoj politici kod država koje percipiraju da im jačanje ekonomskih integracija i postulati ekonomske politike koje zastupaju Europska unija i MMF predstavljaju izvor ekonomske ranjivosti. U tom smislu predstavlja mogući model ponašanja i za ostale zemlje Europske unije odnosno zemlje kandidatkinje za članstvo, te podcrtava potrebu razvoja snažnog i uvjerljivog modela rasta odnosno rješavanja kriza od strane Europske unije ukoliko želi uspješno adresirati takva političko-ekonomska kretanja.

Tablica 13: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Mađarska

POKAZATELJ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Realni rast BDPa (godišnja promjena %)	4,2	3,7	4,5	3,8	4,8	4,3	4,0	0,5	0,9	-6,6	0,8	1,8	-1,5	1,5	3,7
Saldo tekućeg računa platne bilance(% BDPa)	-8,6	-6,1	-7,0	-8,0	-8,7	-7,5	-7,4	-7,3	-7,3	-0,2	0,2	0,7	1,8	4,0	4,0
Sveukupne rezerve u mjesecima uvoza	3,7	3,4	2,9	2,8	2,8	3,0	2,9	2,6	3,2	5,8	5,2	4,9	5,2	5,2	NA
Inozemne izravne investicije, priljevi (% BDPa)	5,9	7,4	4,5	2,6	4,2	7,6	16,4	51,0	47,9	-2,3	-16,2	7,5	8,4	-3,1	8,8
Inflacija, potrošačke cijene godišnja promjena %)	9,8	9,2	5,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	4,0	5,7	1,7	-0,2
Cijene stambenih nekretnina (prosječna godišnja promjena)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2,4	-5,3	-2,4	-3,4	-3,7	-2,6	4,2
Devizni tečaj (jedinice lokalne valute za USD, godišnji prosjek)	282,2	286,5	257,9	224,3	202,7	199,6	210,4	183,6	172,1	202,3	207,9	201,1	225,1	223,7	232,6
Fiskalni saldo (% BDPa)	-3,1	-4,1	-9,0	-7,3	-6,5	-7,9	-9,5	-5,1	-3,7	-4,6	-4,4	4,2	-2,2	-2,4	-2,6
Bruto dug konsolidirane opće države (% BDPa)	55,1	51,7	55,0	57,6	58,5	60,5	64,7	65,6	71,6	78,0	80,6	80,8	78,3	76,8	76,2
Bruto inozemni dug (% BDPa)	64,7	63,5	54,7	62,3	72,8	80,9	96,8	104,6	117,0	150,0	143,7	134,1	128,0	118,6	115,8
Tuzemni krediti od strane financijskog sektora (% BDPa)	54,4	48,7	52,2	56,5	57,1	61,6	67,8	75,2	81,8	80,7	80,8	77,3	68,5	65,5	61,3
Indeks realnog efektivnog tečaja (2005=100), deflator jedinični trošak rada	74,8	82,5	93,3	94,1	98,3	100,0	94,8	103,0	103,6	93,8	94,5	94,5	91,9	89,4	87,4

Nominalni jedinični trošak rada (godišnja promjena %)	11,9	11,0	6,4	7,3	3,7	2,8	1,9	5,3	4,3	3,0	-1,3	1,4	4,0	0,9	1,8
Stopa nezaposlenosti	6,4	5,7	5,8	5,9	6,1	7,2	7,5	7,4	7,8	10,0	11,2	10,9	10,9	10,2	NA

NA= nema dostupnih podataka

Izvor: Svjetska banka, Eurostat, Institut za međunarodnu ekonomiju u Beču, Međunarodni monetarni fond

Tablica 14: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Mađarska

Zemlja	Financijski aranžman Fonda	Datum početka	Datum završetka
Mađarska	SBA	06 11 2008	05 11 2010

Izvor: Međunarodni monetarni fond

6. ZASEBAN POLITIČKO-EKONOMSKI OSVRT O EKONOMSKOJ POLITICI REPUBLIKE HRVATSKE I NJENIM ODNOSIMA S MEĐUNARODNIM MONETARNIM FONDOM

Prethodne 4 studije slučaja su suštinski i sadržajno konzistentne te obrađene na način primjeren kontekstu i proučavanoj tematici. Kako bi to ostvarile, ispunjavaju sve niže navedene kriterije:

1. Svaka studija ilustrira jednu od 4 postavke vezano uz različite kombinacije kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice na gospodarske promjene odnosno utjecaj Fonda u tom smislu.
2. Pritom svaka od studija detaljno opisuje interakciju između Vlade zemlje korisnice te MMFa tijekom pregovora vezano uz financijski angažman Fonda kao i tijekom provedbe financijskog aranžmana Fonda.
3. Navedena interakcija između dvaju promatranih dionika opisuje se ne samo iz ekonomske već i iz političke perspektive.
4. Nadalje, u svakoj od studija slučaja iznose se ne samo vanjske činjenice ekonomske i političke prirode, već se osvrće i na interne stavove predstavnika dvaju promatranih dionika (tj. predstavnika MMFa kao i predstavnika Vlade pojedine zemlje) te ih se tako stavlja u kontekst međusobne usporedbe i kontrasta, čime se dodatno obogaćuje materijal.
5. Na kraju, važno je primijetiti kako se svaka studija slučaja temelji na kritičkom pristupu materiji gdje se promatrana pojavnost ne bilježi isključivo iz perspektive afirmacije ekonomsko-političkih stavova koje zastupa MMF, već se definira pozicija Fonda ali i države korisnice te se analiziraju mogući pozitivni ali i negativni aspekti njihovog djelovanja.

U svrhu postizanja konzistentnosti odnosno ispunjavanja svih spomenutih 5 kriterija, studije slučaja se trebaju temeljiti na odgovarajućoj znanstvenoj podlozi koja omogućuje njihovo promišljanje i oblikovanje na opisani način. Stoga primjerena znanstvena podloga za realizaciju pojedinačne studije slučaja za određenu zemlju u

kontekstu doktorskog rada treba u svojoj cjelini zadovoljiti sljedeće uvjete: opisati odnose između Vlada zemlje korisnice te Fonda kako tijekom pregovora tako i tijekom provedbe promatranih financijskih aranžmana Fonda, a pritom omogućiti uvid u proučavani kontekst ne samo iz ekonomske već i političke perspektive. K tome, nužne su i informacije o internim stavovima predstavnika Fonda ali i predstavnika Vlade zemlje korisnice tijekom pregovora te provedbe financijskog aranžmana. Nadalje, primjerena znanstvena podloga također treba omogućiti saznanja o razini kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice na gospodarske promjene (koje zahtijeva Fond) odnosno razini utjecaja Fonda u tom smislu. Na kraju, također je nužno da znanstvena podloga omogućuje uvid u promatranu pojavnost iz kritičke perspektive, tj. ne afirmirajući isključivo stavove MMFa, već nudeći i alternativne načine prosudbe analiziranog konteksta.

Slijedom navedenog, odabrane 4 studije slučaja rezultat su višegodišnjeg rada na prikupljanju odgovarajuće literature te njenom analiziranju, promišljanju i oblikovanju u studije slučaja. Zbog snažnih ograničenja u postojanju primjerene znanstvene podloge koja zadovoljava spomenute kriterije, nije bilo moguće oblikovati znanstveno utemeljenu i konzistentnu studiju slučaja za Republiku Hrvatsku poput onih za Bugarsku, Poljsku, Latviju i Mađarsku. Tome valja pridodati i činjenicu da Hrvatska nije sklopila financijski aranžman s Fondom od 2004. godine, odnosno nije sudjelovala u takvom aranžmanu nakon 2006 godine.

U tom smislu, uzevši u obzir sva navedena ograničenja, te uvaživši značaj Hrvatske u kontekstu izrade doktorskog rada na hrvatskom sveučilištu moguće je stoga dati zaseban, samostojni, političko-ekonomski osvrt na temu pregleda dosadašnjeg stanja te perspektive budućih odnosa u okviru ekonomske politike Republike Hrvatske i njenih odnosa s MMFom[37]. Pregled dosadašnjeg stanja korisno je raščlaniti u tri dijela koja analiziraju stanje u razdoblju od 1990. do 2000., potom od 2000. do 2008., te od 2008. do danas. Perspektivu budućih odnosa s MMFom moguće je analizirati sa stanovišta postoji li realna mogućnost angažmana Fonda u RH, a potom i koji su razlozi zbog kojih bi se predstavnici Vlade RH mogli odlučiti za korištenje, odnosno nekorištenje financijskih aranžmana MMFa u tom kontekstu.

[37] Sukladno uputama mentora pri izradi ovog doktorskog rada - prof. dr. sc. Dragomira Sundaća

6.1. Pregled dosadašnjeg stanja u ekonomskoj politici i odnosima s Međunarodnim monetarnim fondom

6.1.1. Razdoblje 1990.-2000.

Nakon raspada Jugoslavije hrvatsko socijalističko i polutržišno gospodarstvo započinje proces tranzicije prema sustavu temeljenom na privatnom vlasništvu i otvorenoj tržišnoj ekonomiji te demokraciji. Taj je prijelaz umnogome bio usporen i otežan ratnim zbivanjima u zemlji čije su materijalne štete ukupno procijenjene 1999. na 37,1 milijardi dolara (Medić i Radošević, 2010). Nositelji ekonomske politike odlučili su se slijediti tada opće prihvaćeni stav kako je makroekonomska stabilizacija ključni preduvjet ekonomskog rasta. U tom smislu prva polovica 1990ih godina obilježena je provedbom stabilizacijskih napora, posebice vezano uz Stabilizacijski program iz listopada 1993. usmjeren na restriktivnu monetarnu politiku, ograničavanje plaća u javnom sektora te liberalizaciju deviznog tržišta. Promatrano kroz prizmu monetarizma program se definira vrlo uspješnim – inflacija je zaustavljena, devizni tečaj je stabiliziran te je zabilježen rast deviznih rezervi HNBa (Tablica 15). Sklopljen je i stand-by aranžman s MMFom krajem 1994. kao i sporazum s Pariškim klubom početkom 1995., što se smatra povratkom Hrvatske na međunarodna financijska tržišta. Ovakav pristup nositelja ekonomske politike implicitno podcrtava važnost danu međunarodnim kapitalnim priljevima (od strane nositelja ekonomske politike) koji su percipirani potencijalnim nositeljima obnove i rasta u ratom pogođenom gospodarstvu. Nakon isteka stand-by aranžmana u trajanju od listopada 1994. do travnja 1996., u ožujku 1997. godine Hrvatska sklapa EFF aranžman (Extended Fund Facility) koji je trajao do ožujka 2000. godine. Svrha ovakvog tipa aranžmana bila je podrška u provedbi strukturnih reformi koje se u ekonomskoj teoriji smatraju ključnim odrednicama dugoročnog i održivog rasta.

Međutim, moguće je primijetiti da usprkos monetarnoj stabilizaciji, nositelji ekonomske politike nisu uspjeli u uspostavljanju temelja za održivi ekonomski rast i razvoj tijekom 1990ih godina. Koje su bile glavne zapreke ostvarivanju ovakvog cilja? Ekonomska literatura iznosi nekoliko ključnih razloga:

1. Suboptimalni modus provedbe privatizacije – proces pretvorbe kojim je prijašnje društveno vlasništvo postalo državnim, odnosno privatnim, provodio se u sprezi političkih i poduzetničkih elita, nerijetko bez stvarnog kupovanja poduzeća i

ulaganja u njih. Privatizacija je stoga u društvenoj percepciji povezana s porastom korupcije i gospodarskoga kriminala, devastacijom poduzeća te rastom socijalnih napetosti[38]. Novim vlasnicima nerijetko je manjkala vizija, znanje i kapital kako bi učinkovito transformirali poduzeća, te su mnoga vraćena Hrvatskom fondu za privatizaciju sa zabilježenim gubitcima i spremna za likvidaciju. K tome, povlaštena prodaja dionica radnicima pokazala se neuspješnom jer u najvećem broju slučajeva osiromašeni radnici nisu bili u mogućnosti otplatiti svoje obveze (Gregurek 2001). Državni ured za reviziju (2004) u svojim nalazima navodi kako 64% poduzeća nije ostvarilo ciljeve definirane prije provedbe procesa privatizacije. Nadalje, ovakav proces, prema Bartlettu (2003) rezultirao je reetatizacijom umjesto denacionalizacije jer je država zadržala ključnu ulogu u gospodarstvu putem vlasništva nad državnim poduzećima kao i bankama. Franičević i Kraft (1997) definiraju ovakav pristup strateškim izborom tadašnjih vladajućih struktura koje su tako mogle zadržati kontrolu nad izborom budućih vlasnika i managera.

2. Velika no slaba država - Ovakvo stanje pratilo je i snažno povećanje javne potrošnje u skladu s potrebom da se adresiraju zahtjevi ratom pogođenog stanovništva. Kako bi uravnotežila proračun država je povećala porezno opterećenje. Bićanić (2001) navodi kako su stoga porezi i socijalna davanja doveli do udvostručavanja troškova zapošljavanja novog radnika, što je snažan teret za zemlju s tadašnjom prosječnom stopom nezaposlenosti od 10,6%. Promatrano s rashodne strane gotova trećina proračuna zbog vojnih potreba bila je namijenjena obrani, dok je Državni ured za reviziju procijenio da je oko 10% proračuna potrošeno za neodobrene namjene i bez adekvatne dokumentacije (Državni ured za reviziju 2000). Nadalje, proračunski transferi bili su nužno visoki jer je bilo potrebno adresirati legitimne potrebe izbjeglica i prognanika, branitelja i ratnih stradalnika kao i prijevremenih mirovina koje su često korištene da bi se smanjio teret otpuštanja povezanih s pretvorbom i privatizacijom. Ovdje valja napomenuti i nepoštivanje pravovremenog izvršavanja vlastitih obveza od strane države, što je k tome signaliziralo akterima u privatnim transakcijama da se i oni tako ponašaju.

[38] Nadalje, kako navodi Družić (2010), osnovna teza procesa privatizacije bila je tvrdnja prema kojoj je privatno vlasništvo efikasnije od državnog odnosno društvenog, pa će stoga samom privatizacijom biti adresiran problem niske efikasnosti gospodarstva. Takva postavka procesa privatizacije učinila je ostale kriterije procesa - razvojni planovi poduzeća, zadržavanje ili povećanje postojeće zaposlenosti, ulaganje u modernizaciju proizvodnih procesa - sporednim.

Franičević (2010) ističe kako je usprkos restriktivnoj monetarnoj politici, ostao i dalje moguć režim mekog proračuna u privatiziranim i neprivatiziranim tvrtkama zbog subvencija i neplaćanja dugova (kako u interakcijama javnih i privatnih subjekata tako i između privatnika), nespremnosti vlade (ali i banaka i dobavljača) da primjenjuju propise o stečaju i u jasnim slučajevima. Umjesto toga privatni akteri preferirali su ulazak države i socijalizaciju gubitaka. Za hrvatsku tranziciju je važno da su mogućnosti (pogodovanja) bile izrazito veće za dionike na tržištu koji su percipirani politički važnima odnosno „povezanima“. Sve navedeno rezultiralo je nastankom financijski moćnih privatnih „holdinga“ pod kontrolom tzv. tajkuna te opstanak velikih tvrtki u državnom vlasništvu koje se nisu restrukturirale već su i dalje proizvodila gubitke.

3. Brojni autori u ovom kontekstu navode i ulogu bankovnog sektora – Žitko (2011) te Družić (2010) tako opisuju kako su banke rizičnim financiranjem i vlastitim sudjelovanjem u privatizaciji ostavile poduzeća bez kreditnih sredstava za investicije u održavanje ili proširenje postojeće proizvodnje. Investicije ispod razine amortizacije dovele su do niskog stupnja proizvodne sposobnosti. U kontekstu restriktivne monetarne politike financijska su ulaganja banaka uzrokovala neravnotežu ponude i potražnje novca i time doprinijele rastu realnih kamatnih stopa. Rizičnost kredita upisanih u aktivu banaka funkcionirala je kao dodatni motiv za rast kamatnih stopa. Visoke kamatne stope dodatno su doprinijele nelikvidnosti nefinancijskih poduzeća, tjerajući mnoga u stečaj i likvidaciju. Posljednja točka sukladno navedenim autorima odnosi se na sanaciju banaka nakon krize bankarskog sustava 1998. godine te nove državne injekcije likvidnosti u sustav, nakon čega je uslijedila konsolidacija, a zatim i prodaja banaka u državnom vlasništvu, što će dalekosežno odrediti strukturu hrvatske ekonomije u 21. stoljeću.

4. Eksterni sektor – Kao što je vidljivo iz Tablice 15, od 1995. godine izraženi su deficiti na tekućem računu platne bilance (posebice na podračunu dobara). Najveći dio povećanja trgovinskog deficita u tom smislu odnosio se na uvoz intermedijarnih dobara, zatim na povećanje dobara za finalnu potrošnju te potom i na uvoz opreme (Franičević i Kraft 1997, pp. 682-683). Autori naglašavaju zabrinutost rastom promatranog deficita. Pritom ne zagovaraju autarkičan pristup trgovinskoj razmjeni, već ističu kako snažna kuna, visoki troškovi financiranja te porezno opterećenje, stavljaju lokalne proizvođače u relativno nepovoljan položaj na

međunarodnim tržištima. U tom smislu, „prekomjerna“ ili „prebrza“ liberalizacija mogu dovesti do gubitka tržišnog udjela ili izlazak s tržišta za mnoge lokalne proizvođače/poduzeća.

5. Lokalna poduzeća stoga su se našla u vrlo teškom položaju - porezno opterećenje i nepovoljni te ograničeni uvjeti financiranja u kombinaciji s jakom inozemnom konkurencijom temeljem snažne kune i trgovinske liberalizacije otežali su im uvjete za opstanak. Stoga su mnoga poduzeća u privatnom sektoru posegnula primarno za otpuštanjem ali i smanjenjem plaća što je dodatno pojačalo socijalne tenzije.

Završno, vezano uz ekonomsku politiku u promatranom razdoblju moguće je zaključiti da je stabilizacijski plan iz 1993. (pisan pod snažnim utjecajem MMFa ali i dominantne neoliberalne doktrine tog vremena) donio traženu i cijenjenu stabilnost u smislu niske stope inflacije te stabilnosti tečaja. Međutim, niz hrvatskih ekonomista (Sundać 2001, Sundać 2005, Radošević 2013, Družić 2010) smatra je cijena ovakve stabilnosti temeljene na restriktivnoj monetarnoj politici i precijenjenoj domaćoj valuti bila previsoka te je jedan od ključnih „krivaca“ nemogućnosti hrvatskog gospodarstva da ostvari održivi rast ekonomske aktivnosti i standarda hrvatskih građana. U tom smislu su u ekonomskoj znanosti aktivne dvije škole misli s različitim pristupima ekonomskoj strategiji. Prva škola misli koju zastupaju primjerice Družić te Radošević zalaže se snažno za devalvaciju kune, dok pobornici potonje škole poput Bićanića i Lovrinčevića ističu važnost dugoročne provedbe strukturnih reformi. Rasprave o ovom pitanju i danas su aktualne u ekonomskoj znanosti.

6.1.2. Razdoblje 2000.-2008.

Iako promatrano razdoblje karakterizira prividni prosperitet, ni tada nije stvorena osnova za dugotrajan rast i razvoj. Koji su neki od mogućih razloga? Ekonomski rast Hrvatske kao i mnogih zemalja CESEE regije u ovom razdoblju temeljio se na prekograničnim priljevima kapitala. U kontekstu intenzivne financijske liberalizacije, politika niskih kamatnih stopa na globalnoj razini kao i širenje novih oblika financijskog poslovanja omogućili su kreiranje viškova likvidnosti i njihov plasman u zemlje europske periferije uključujući Hrvatsku. Obilni kapitalni priljevi, mahom u obliku dužničkog kapitala, kanalizirani su putem banaka u inozemnom

vlasništvu[39] ili izravno od strane inozemnih banki-matica domaćim poduzećima. Ovo je pak potaklo snažan rast kredita (Tablica 15) koji su jačali privatnu potrošnju te investicije posebice u sektor nekretnina. Većina zajmova bila je denominirana ili indeksirana u inozemnoj valuti. Becker (2014) navodi da je 2008. 70% svih kredita bilo denominirano odnosno indeksirano u inozemnoj valuti. Visoki stupanj eurizacije učinio je zajmoprimce kao i banke ranjivima prema mogućoj devalvaciji. Stoga su monetarne vlasti isticale važnost monetarne i tečajne politike u svrhu očuvanja stabilnosti tečaja. Dok su krediti mahom financirali aktivnosti u ne-izvoznim sektorima, relativna važnost izvoza je opadala. Ovo je moguće objasniti opadanjem važnosti industrijske proizvodnje. Naime, najviša vrijednost indeksa industrijske proizvodnje u razdoblju nakon osamostaljenja Hrvatske dosegnuta je 2008. godine kada je ujedno dosegnula 90% vrijednosti iz 1990. godine, a nakon toga prisutan je trend daljnjeg pada do 2014. godine[40]. Isto tako u razdoblju između 1990. te 2012. godine, zaposlenost u industriji smanjena je za više od 50% sa 561 000 na 252 000 (Mihaljević 2013). Becker (2014) tako zaključuje kako su kombinacija potrošnje temeljene na zaduživanju, snažna kuna te slaba proizvodna struktura doprinijele rastu deficita na tekućem računu platne bilance te brzorastućem vanjskom dugu.

Promatrano kroz prizmu odnosa s MMFom, u ovom razdoblju sklopljen je drugi stand-by aranžman u trajanju od ožujka 2001. do svibnja 2002. Nakon njega je uslijedio novi aranžman istog tipa u trajanju od veljače 2003. do travnja 2004., a potom od kolovoza 2004. do listopada 2006. U okviru sva tri aranžmana nije došlo do povlačenja financijskih sredstava, pa se spomenuti aranžmani mogu okarakterizirati preventivnima. Prvi od promatranih aranžmana sklopila je Vlada Ivice Račana (SDP) te je implicirao uobičajeni niz neoliberalnih reformi. Biračka baza SDPa uključujući sindikate i nevladine organizacije snažno je kritizirala ovakav korak, dok je Račan obrazložio svoj pristup činjenicom da sporazum s MMFom može poboljšati percepciju inozemnih investitora u vlasničku i dužničku imovinu te integriranje zemlje u globalne financijske tokove. Sljedeće aranžmane sklopio je Ivo Sanader (HDZ). Njihov primarni cilj bila je stabilizacija deficita na tekućem računu platne bilance te vanjskog duga. I dok je Vlada na početku pokušala ispuniti pokazatelje definirane

[39] Nakon 2000. udio države u imovini bankarskog sustava smanjen je na 5%. Promatrajući banke u privatnom vlasništvu, proces sanacije te potom privatizacije banaka rezultirao je 90 postotnim inozemnim udjelom u vlasništvu bankarskog sektora u 2002. godini (HNB 2003)

[40] Tablica 15 prikazuje raspoložive podatke u tom smislu.

aranžmanom, kasnije je došlo do „usporavanja napora“ te predefinirani programski ciljevi i pokazatelji nisu ostvareni. Udio deficita tekućeg računa platne bilance kao i vanjskog duga u bruto domaćem proizvodu (Tablica 15) i dalje su rasli, dok fiskalna politika nije bila provođena sukladno naputcima MMFa. Stallaerts (2010) navodi da je jedan od mogućih razloga zbog kojih potom nije došlo do novih aranžmana s MMFom može biti i ovakav nezadovoljavajući napredak u provedbi predefiniranih mjera. U ekonomskom dijalogu s Europskom komisijom, odluku o neobnavljanju aranžmana s MMFom Vlada je službeno obrazložila činjenicom da nositelji ekonomske politike mogu samostalno tj. i bez MMFa kreirati politike u svrhu makroekonomske stabilizacije. Zasigurno je takvoj odluci doprinio i kontekst razdoblja prividnog prosperiteta kako na globalnoj tako i domaćoj razini, koje obično ne korelira sa snažnim reformskim naporima protucikličke prirode u političko-ekonomskom smislu. Na kraju valja napomenuti da iako Hrvatska nije nakon 2006. koristila financijske aranžmane s MMFom, kao članica ove organizacije obvezna je održavati minimalno jednom godišnje konzultacije s predstavnicima Fonda temeljem članka IV njegovog Statuta.

6.1.3. Razdoblje 2009.-2016.

Globalna financijska kriza pogodila je zemlje Jugoistočne Europe pa tako i Hrvatsku. Usporavanje priljeva inozemnog kapitala snažno je ojačalo recesijske pritiske. Zaoštravanje uvjeta kreditiranja kao i pogoršanje poslovnih očekivanja utjecalo je na smanjenje domaće potražnje. Također je došlo i do daljnjeg smanjenja izvoza temeljem smanjenja potražnje inozemnih trgovinskih partnera. Bruto domaći proizvod tako je 2009. zabilježio stope negativnog rasta, nakon čega je sve do 2014. godine slijedila kontrakcija ekonomske aktivnosti na godišnjoj razini. Hrvatsko gospodarstvo u promatranom razdoblju također karakterizira i vrlo visoka stopa nezaposlenosti, visok proračunski deficit, rastući javni dug kao i visoka stopa vanjskog duga (Tablica 15).

Promatrano iz perspektive neoliberalne ekonomske doktrine, ovakvo stanje gospodarstva značajno je ograničilo manevarski prostor ekonomske politike (Bakker i Klinngen 2012). Dugogodišnji deficiti na tekućem računu platne bilance doveli su do izraženog povećanja inozemnog duga. S tim povezane potrebe za refinanciranjem duga, kao i deficiti na tekućem računu platne bilance percipirani su kao snažni

negativni rizici za inozemno financiranje. S druge strane, fiskalna politika bila je osjetljiva na negativne ekonomske šokove te je zbog strukturnih deficita kao i javnog duga bila ograničena u pokušajima snažnog anticikličkog djelovanja. Ekstenzivna euroizacija u bankovnom sustavu (gdje je tri četvrtine imovine banaka bilo denominirano u inozemnoj valuti – HNB 2009) također je ograničavala prostor za djelovanje monetarnih vlasti. U tom smislu monetarna politika centralne banke bila je prvenstveno usmjerena na održavanje financijske stabilnosti kao i stabilnosti tečaja, dok se s obzirom na izražene potrebe za financiranjem deficita kao i neizvjesnost na globalnim i domaćim tržištima, Ministarstvo financija odlučilo na pokušaje ograničavanja proračunskog deficita. (Prema podacima Eurostata, usprkos deklariranom cilju fiskalne štednje, u razdoblju između 2009. te 2015. Hrvatska je uz Sloveniju i Mađarsku među novim državama članicama EU, mjereno prema veličini smanjenja državnih rashoda te područja u kojima je postignuta ušteda, na dnu ljestvice te je zapravo zemlja koja je (najviše) povećala svoje rashode). Ovakav odgovor ekonomskih politika uspio je spriječiti financijski slom zemlje, no nije uspio u izbjegavanju dugogodišnjeg pada ekonomske aktivnosti.

U tom kontekstu u medijima i stručnoj javnosti povremeno se intenziviraju rasprave je li Hrvatska i nakon 2006. godine trebala sklopiti financijski aranžman s MMFom. Tako Radošević (2013) navodi kako su zapravo više državno osiguranje depozita te odmrzavanje tržišta kapitala pomogli ublažavanju posljedica globalne recesije na hrvatsku ekonomiju, dok je zbog protivljenja centralne banke te Vlade izostalo korištenje tzv. fleksibilne kreditne linije MMFa (*Flexible Credit Line*). Tom prilikom ističe kako su ovakvim postupkom postavljeni temelji produbljivanja recesije u Hrvatskoj, zbog „nespremnosti Vlade (op.a. HDZa) i centralne banke da odmah, na početku konjukturnog ciklusa, reagiraju privremenim financijskim aranžmanom s MMFom te jakim anticikličkim reflacijskim ekonomskim politikama“ (p. 181). Iako je službeni odgovor Vlade bio da trenutno ne razmatraju aranžmane s MMFom s obzirom da samostalno mogu adekvatno adresirati recesijske pritiske, valja napomenuti kako je sporno je li Hrvatska mogla poput Poljske i Meksika sklopiti ovakav tip aranžmana s Fondom. Naime, taj tip aranžmana kreiran 2009. godine u svrhu prevencije i adresiranja posljedica globalne krize namijenjen je zemljama s „vrlo snažnim okvirom ekonomskih politika te ekonomskih pokazatelja kao i dokazanim povijesnim rezultatima u uspješnoj provedbi ekonomske politike kao i

ekonomskih reformi“. Uz navedene kriterije potencijalne zemlje korisnice također trebaju imati i „održive pokazatelje odnosa s inozemstvom, zdrave javne financije uključujući i održivi javni dug te transparentnost ekonomskih podataka“. Međutim, promatrajući ekonomske pokazatelje hrvatskog gospodarstva postoji neizvjesnost je li Hrvatska mogla udovoljiti svim traženim kriterijima te sklopiti ovakav aranžman, o čemu svjedoče i tadašnji napisi u poslovnim medijima SADa koji su RH svrstavali u 10 svjetskih gospodarstava s potencijalno najvećim ekonomskim problemima (Ministarstvo financija 2009).

Rasprave o potrebi angažiranja MMF također su se intenzivirale i tijekom 2013. godine kada je i tadašnji ministar financija Slavko Linić (SDP) izjavio da će razmotriti mogućnost aranžmana s MMFom, nakon čega je ubrzo uslijedio službeni odgovor Vlade tj. potpredsjednika za gospodarstvo Branka Grčića koji je odvratio da nema potrebe za ovakvim korakom jer Hrvatska može samostalno adresirati svoje ekonomske ranjivosti. Jedna od mogućih političko-ekonomskih interpretacija ovakvog stava jest činjenica da u drugoj polovici izbornog ciklusa sklapanje aranžmana s Fondom nije procijenjeno kao pozitivno za izborne izglede vladajućih. Aranžman bi implicirao niz nepopularnih mjera te bojazan da bi zbog toga mogli biti kažnjeni na nadolazećim izborima. Stoga je moguće da su procijenili kako će bez snažnih reformskih pritisaka lakše do pobjede na izborima.

Općenito uzevši, na pitanje je li Hrvatska trebala i nakon 2006. godine sklopiti financijski aranžman s Fondom nije moguće dati pouzdan, znanstveno utemeljeni odgovor jer on implicira poznavanje ishoda alternativne realnosti (tzv. *counterfactual*). No, u ovom kontekstu moguće je dati kratak pregled potencijalnih troškova i koristi ovakvog koraka. Naime, rasprave o tome je li ili nije (bilo) potrebno sklopiti financijski aranžman s MMFom u Hrvatskoj karakteriziraju snažni prijepori u stručnoj javnosti koji odražavaju u svojoj suštini tenzije između dvaju različitih škola misli u ekonomiji koje ni danas nisu rezultirali konsenzusom. Pobornici neoliberalne škole ekonomske misli tako naglašavaju prednosti angažmana MMFa navodeći sljedeće argumente: 1. Aranžman može dovesti do rasta povjerenja investitora i rejting agencija, što dovodi do niže cijene refinanciranja javnog duga, ali i posljedično i do pada cijene zaduživanja svih domaćih sektora. Nadalje, primjerena fiskalna konsolidacija može doprinijeti smanjenju javnog duga, ali i podizanju putanje potencijalnog bruto domaćeg proizvoda jer dugoročno smanjuje trošak zaduživanja i kamata, povećava

prostor za investicije privatnog sektora, jača kredibilitet fiskalne politike i poboljšava percepciju rizika zemlje, uz posljedično poboljšanje kreditnog rejtinga te povećanu dostupnost i nižu cijenu kapitala. K tome, snažna srednjoročna fiskalna konsolidacija predstavlja i jednu od obveza RH u okviru postupka prekomjernog proračunskog deficita kako bi ispunila Preporuke Vijeća ministara EU. 2. Aranžman također može kreirati dodatni pritisak odnosno impuls prema nositeljima ekonomske politike da u predefiniranom vremenskom roku provedu tržišne reforme. 3. Vješti nositelji ekonomske politike također mogu koristiti aranžman s MMFom kao alibi za provođenje nepopularnih mjera nadajući se da će im u političko-ekonomskom smislu donijeti više koristi nego troškova do sljedećih izbora. 4. MMF je također moguće koristiti i kao instrument vanjskog pritiska za reforme za koje nositelji ekonomske politike smatraju da ih je u svakom slučaju potrebno provesti, no ne postoji interna politička volja ili konsenzus da ih se provede.

Zaključno, iz ove perspektive, programi MMFa mogu omogućiti zaduživanje po povoljnijim uvjetima od tržišnih, vršiti pritisak na rezove i reforme te tako potencijalno doprinijeti poboljšanju stanja proračuna, deficita te eventualno i širih investicijskih uvjeta u zemlji. Ovime bi povećali vjerojatnost provedbe makroekonomske (u smislu financijske) konsolidacije u zemlji ukoliko je to ono što se želi odnosno mora napraviti. Međutim, ukoliko se u razmatranje uzmu i širi društveno-politički aspekti aranžmana s MMFom onda valja istaknuti potencijalne „troškove“ angažmana Fonda: pobornici neokeynesijanske škole misli tako naglašavaju da u svojoj suštini MMFovi aranžmani odnosno neoliberalna ekonomska receptura za adresiranje kriza (politike štednje) zapravo guše oporavak i rast jer su rezovi u potrošnji te nastojanja vraćanja povjerenja investitora neutralizirani gubitkom dohotka u gospodarstvu usred smanjenja investicija te osobne potrošnje, a također doprinose i jačanju socijalnih tenzija. Nadalje, aranžman s MMFom može ubrzati provođenje reformi i ekonomske restrikcije jer traži rezultate radi stabilnosti javnih financija, no ne adresira političko-društvene posljedice aranžmana poput modusa distribucije troškova reformi. Oni stoga preporučuju odmak od neoliberalnih ekonomskih politika u smislu pojedinih oblika intenziviranja proračunskih kao i monetarnih odnosno tečajnih intervencija od strane nositelja ekonomske politike u svrhu aktiviranja ekonomskog rasta.

Na kakav odgovor nositelja ekonomske politike u Hrvatskoj su u promatranom razdoblju naišle ovakve preporuke ekonomske znanosti?

Kao odgovor na globalnu financijsku krizu poslije koje je uslijedila i kriza u euro-zoni, nakon inicijalnog fiskalnog stimulansa te političke krize povezane s ostavkom premijera I. Sanadera, vlada premijerke J. Kosor (HDZ) usmjerila se na uspješan dovršetak procesa pregovora s EU (što je i ostvareno 2011. godine) te je u ekonomskom dijalogu s MMFom i EU deklarirala odlučnost u provedbi politike fiskalne konsolidacije i štednje kao i strukturnih reformi. Promatrajući fiskalne pokazatelje vidljivo je da nije došlo do snažne fiskalne konsolidacije, a smanjenja rashoda fokusirana su mahom na smanjenje javnih investicija (Tablica 15). Kako je slijedom kontrakcije ekonomske aktivnosti došlo do snažnog pada proračunskih prihoda, dok su proračunski rashodi rasli ili su se smanjivali po stopi manjoj od stope pada prihoda, fiskalni deficit bio je sve izraženiji, kao i javni dug (Tablica 15) ali i trošak njegovog financiranja. Stoga se Vlada odlučila za povećanje poreznih prihoda kroz povećanje opće stope PDVa s 22% na 23% te uvođenje tzv. „kriznog poreza“ na dohodak. Iako su obje porezne mjere prikazane kao privremene (krizni porez ukinut je u listopadu 2010), povećanje opće stope PDVa i dalje je ostalo na snazi. U ovom razdoblju također je donesen i Zakon o fiskalnoj odgovornosti.

Nakon službenog stupanja na vlast (u siječnju 2012.), vlada SDPa vođena premijerom Z. Milanovićem nastavila je spomenuti smjer deklariranih napora u svrhu fiskalne konsolidacije kao i strukturnih reformi koje je definirala prethodna vlada. Jedno od mogućih objašnjenja za nastavak ovakvog smjera djelovanja bili su i snažni pritisci vezani uz trošak financiranja rastućeg javnog duga. Tako je već u svom prvom proračunu kao i strateškim dokumentima ekonomske politike najavljeno smanjenje mase plaća, subvencija te troškova u zdravstvu. Opća stopa PDVa povećana je za 2 postotna boda, a zdravstveni doprinosi smanjeni za 2 posto u svrhu smanjenja opterećenja plaća i stimuliranja zapošljavanja. Iako je ova vlada inicijalno najavljivala poticanje investicija, takav cilj nadvladala je odluka da se nastavi s politikom fiskalne konsolidacije, koju je započela još prethodna vlada. Moguće je primijetiti kako bruto fiksne investicije države u kapital u RH nakon vrhunca u 2008. godini bilježe trend kontinuiranog pada, kao i investicije poslovnog sektora koje su tako sa 17,6% BDPa u 2008. godini dosegle razinu od 12,3% u 2014. godini (Tablica 15).

Hrvatska je postala punopravna članica Europske unije prvog srpnja 2013. te se stoga bila obvezna uključiti i u institucionalni okvir za koordiniranje ekonomskih politika na razini EU - Europski semestar. Ovo je zapravo institucionalni odgovor EU

na krizu u euro-zoni te mehanizam za jačanje međusobne koordinacije ekonomskih politika kako na razini pojedinačnih država članica tako i čitave EU, a predstavlja kretanje u smjeru jačanja fiskalnih restrikcija te provedbe strukturnih reformi. U tom smislu, već u siječnju 2014. Europska komisija odnosno Vijeće ministara EU pokrenulo je postupak prekomjernog proračunskog deficita za Hrvatsku te donijelo niz obvezujućih preporuka za njegovo smanjenje ispod 3% BDPa do kraja 2016. godine. U ovom smislu, vezano uz definiranje i provedbu odluka o svojoj fiskalnoj politici RH je obvezna redovito konzultirati i izvještavati Europsku komisiju odnosno Vijeće ministara EU koji efektivno imaju snažan utjecaj u ovom pogledu. U ožujku 2014. godine EK je objavila i Dubinsko izvješće o stanju u gospodarstvu RH (*in-depth review* IDR) u kojem je identificirala niz makroekonomskih neravnoteža koji iziskuju posebno praćenje EK te snažno djelovanje od strane RH (vanjski dug, nepovoljni izvozni trendovi, brzorastući javni dug itd.). Nakon izbora u studenom 2015. te formiranja koalicijske Vlade na čelu s HDZom te Mostom (nezavisnih lista) u siječnju 2016. strateški dokumenti ekonomske politike RH u okviru obveznog godišnjeg dijaloga s Europskom komisijom (Program konvergencije te Nacionalni program reformi) također ukazuju na nastavak deklarirane politike napora u svrhu provedbe fiskalnih restrikcija te strukturnih reformi i neutralne monetarne politike. U 2015. kao i u 2016. godini službena izvješća Europske komisije u okviru godišnjeg ciklusa Europskog semestra ponovno identificiraju i upozoravaju na snažne fiskalne i ekonomske neravnoteže u gospodarstvu.

U ovom kontekstu također je moguće primijetiti kako pobornici neoliberalnog pristupa (primjerice Europska komisija 2016) za negativna kretanja u hrvatskom gospodarstvu ključnu odgovornost stavljaju na neodlučnu odnosno sporu provedbu fiskalne štednje te strukturnih reformi. S druge strane, pobornici neokeynesijanske škole misli (Bartlett 2014) zalažu se za odbacivanje politika restrikcija i rezova koje zemlju „guraju“ dublje u recesiju te za aktivnu ulogu države u poticanju rasta posebice putem proaktivne monetarne odnosno fiskalne politike.

6.2. Perspektiva budućih odnosa

Prvo je potrebno razmotriti postoji li realna mogućnost sudjelovanja u financijskom aranžmanu Fonda u nadolazećem trogodišnjem razdoblju. Postoji nekoliko argumenata vezano uz trenutnu ekonomsko-političku situaciju koje ovakvu mogućnost čine relativno izglednom. Negativni rizici vezano uz financijsku stabilnost državnog proračuna, provedbu fiskalne konsolidacije kao i strukturnih prilagodbi gospodarstva prisutni su temeljem sljedećih osnova:

1. Republika Hrvatska (RH) nalazi se u Postupku prekomjernog proračunskog manjka (*excessive deficit procedure*). Europska komisija je već u prosincu 2013. donijela Zaključak o postojanju prekomjernog proračunskog manjka u RH. Temeljem navedenog, Vijeće Europske unije pokrenulo je Postupak prekomjernog proračunskog manjka te usvojilo Preporuke za Republiku Hrvatsku s ciljem njegove korekcije do 2016. godine. Tako je RH dužna korigirati manjak opće države sa 4,6% BDPa 2014. godini[41], na 3,5% BDPa u 2015. godini, odnosno 2,7% BDPa u 2016. godini. Spomenute Preporuke Vijeća Europske unije su obvezujuće te je RH dužna svakih šest mjeseci izvještavati Europsku komisiju o mjerama koje provodi u svrhu ispunjavanja Preporuka. Izvješća se podnose u travnju i studenom svake godine. Temeljem ovakvog izvješća kojeg je Republika Hrvatska dostavila 31. listopada 2015. godine, Europska komisija je u studenom iste godine donijela ocjenu u kojoj ističe postojanje snažnih negativnih rizika vezano uz tekuću i srednjoročnu fiskalnu situaciju u Republici Hrvatskoj te posljedičnu nemogućnost ispunjavanja obvezujućih Preporuka Vijeća Europske unije u smislu odredbi Pakta o stabilnosti i rastu. Zbog toga za RH postoji izražena mogućnost zaoštravanja Postupka prekomjernog proračunskog manjka od strane Europske komisije. Nadalje, u svojoj ocjeni Programa konvergencije za 2016. godinu, Europska komisija pozdravlja predstavljeno smanjenje fiskalnog deficita za 2015. godinu na 3,2% BDPa, no ističe kako se takvo ostvarenje temelji na porastu prihoda te smanjenju rashoda (posebice investicija) zbog usporene dinamike djelovanja tehničke Vlade. Stoga ističu i daljnje postojanje snažnih negativnih rizika u javnim financijama posebice temeljem visokog javnog duga. Zaoštravanje postupka prekomjernog proračunskog deficita predviđa u krajnjoj instanci punitivne mjere za Republiku Hrvatsku u smislu uskrate financijskih

[41] Prema recentnim podacima Eurostata (a temeljem tzv. Fiskalne notifikacije Republike Hrvatske za 2014. godinu) vrijednost ovog pokazatelja povećana je na 5,5% BDPa.

sredstava Europske unije namijenjenih poticanju rasta i zaposlenosti u državama članicama.

2. Republika Hrvatska također se nalazi i u Postupku prekomjernih makroekonomskih neravnoteža (*macroeconomic imbalances procedure*). U studenom 2014. Europska komisija objavila je svoje četvrto Izvješće o postupku prekomjernih makroekonomskih neravnoteža u kojem je zaključeno kako u RH postoje prekomjerne makroekonomske neravnoteže te je stoga potrebno provesti dubinsku analizu hrvatskog gospodarstva. U svom Izvješću za Republiku Hrvatsku iz veljače 2015. godine, Europska komisija je detaljno analizirala prirodu, podrijetlo i intenzitet makroekonomskih neravnoteža i rizika u Republici Hrvatskoj. U tom smislu u zaključku Europske komisije se iznosi kako „u Republici Hrvatskoj postoje prekomjerne makroekonomske neravnoteže koje iziskuju odlučne mjere i snažno praćenje od strane Europske komisije“. RH je tada klasificirana kao država s makroekonomskim neravnotežama petog stupnja (pri čemu stupnjevi označavaju intenzitet makroekonomskih neravnoteža gdje su najslabije neravnoteže prvog stupnja, a najsnažnije neravnoteže šestog stupnja). U ožujku 2016. Europska komisija je pripremila novo Izvješće za Republiku Hrvatsku gdje je Hrvatska klasificirana kao zemlja s prekomjernim makroekonomskim neravnotežama, te Europska komisija za RH razmatra mogućnost zaoštravanja formalnih procedura u tom kontekstu. Zaoštravanje ovog postupka može u krajnjoj instanci rezultirati punitivnim mjerama u smislu uskrate financijskih sredstava Europske unije namijenjenih poticanju rasta i zaposlenosti u državama članicama.

3. Zaoštravanje Postupka prekomjernog proračunskog manjka, kao i Postupka prekomjernih makroekonomskih neravnoteža uz gore spomenute mogućnosti izravnih financijskih implikacija u smislu okvira za ekonomsko upravljanje Europskom unijom, također povlači sa sobom i izravne te neizravne reputacijske i financijske troškove. Tako ovakva makroekonomska i fiskalna situacija šalje negativne signale međunarodnim kreditorima i investitorima. Jačanje negativnog raspoloženja aktera na međunarodnim financijskim tržištima dovelo bi do povećanja tereta plaćanja kamata te otplate duga, predstavljajući time veći pritisak na tekuće poslovanje države. Napominjemo da je Republika Hrvatska već sada suočava sa snažnim izazovima u području upravljanja javnim dugom s obzirom da je dug opće države

porastao sa 65,2% udjela u BDPu na kraju 2011. na 86,7% udjela u BD-u na kraju 2015.

4. Ovdje također valja spomenuti kako RH u državnom proračunu za 2016. godinu treba osigurati dodatna sredstva u ukupnom iznosu od 2,5 milijarde kuna. Zahtjevi za dodatnim sredstvima, između ostalog, odnose se na dodatnih 500 milijuna kuna za doprinos Republike Hrvatske proračunu Europske unije, zatim dodatnih 230 milijuna kuna za kamate, dodatnih 450 milijuna kuna za učešće u sufinanciranju projekata financiranih iz fondova Europske unije i dodatnih 300 milijuna kuna za obveze po osnovi restrukturiranja brodogradnje. Već samo navedeno povećanje rashoda predstavlja veliki izazov za održivost javnih financija u narednom kratkoročnom razdoblju. Usprkos navedenom, Vlada se obvezala smanjiti proračunski manjak na 2,6% BDPa u 2016. godini, kada bi se trebao stabilizirati i udio javnog duga u BDPu, te provesti niz strukturnih reformi posebice u područjima poboljšanja učinkovitosti javne uprave, smanjenja administrativnog opterećenja, jačanja fiskalne održivosti mirovinskog, zdravstvenog i socijalnog sustava te poboljšanja učinkovitosti pravosuđa. Moguće je zaključiti kako je ovakav plan Vlade ambiciozan te ga pozdravljaju predstavnici Međunarodnog monetarnog fonda kao i Europske komisije u svom redovitom ekonomskom dijalogu s RH (konzultacije Fonda s RH temeljem članka 4 Statuta MMFa kao i konzultacije Komisije s RH u okviru tzv. Europskog semestra).

No, valja naglasiti da postoje snažni negativni rizici vezano uz perspektivu provedbe spomenutih fiskalnih i ekonomskih reformi na koje se RH obvezala. Naime, tijekom prve polovice 2016. godine, donošenje odluka vezano uz reforme kao i njihova provedba bili su otežani postojećom situacijom u Vladi gdje je prema navodima visokopozicioniranog dužnosnika svaka ključna odluka (poput onih o proračunu ili strukturnim reformama) morala biti odobrena zasebno od strane predstavnika koalicije Most, Domoljubne koalicije te premijera Oreškovića. Ovo je često rezultiralo sporošću donošenja odluka ili nemogućnošću njihovog donošenja. Visokopozicionirani dužnosnici također su upozoravali i na unutarnje nesuglasice vezano uz modus provedbe ekonomskih reformi kao i stupanj prioriteta pojedinačnih reformi ovog tipa u spomenutom „tripartitnom dijalogu“, što je također otežavalo donošenje odluka i njihovu pravovremenu provedbu. Ovakve političke tenzije kulminirale su u lipnju 2016. kada je nakon 6 mjeseci vlasti, srušena vlada HDZa

(Domoljubna koalicija) i Mosta vođena premijerom T. Oreškovićem nakon istrage o sukobu interesa predsjednika HDZa T. Karamarka te izglasavanja nepovjerenja premijeru, poslije čega je uslijedilo i raspuštanje Sabora. Sljedeći (prijevremeni) parlamentarni izbori zakazani su za 11. rujna 2016. godine, a u međuvremenu je na čelu zemlje tehnička vlada koja je stoga značajno ograničena u donošenju i provedbi odluka.

Ukoliko dođe do ostvarivanja negativnih rizika, predstavnici Vlade RH mogli bi razmotriti mogućnost financijskog aranžmana s Fondom. Pritom je RH kao država članica Europske unije obvezna konzultirati i predstavnike Europske komisije. U tom smislu, svaki potencijalni financijski aranžman ovakve vrste treba biti odobren te realiziran od strane Međunarodnog monetarnog fonda ali i Europske komisije, kao što je to bio slučaj s Latvijom i Mađarskom (prikazano u dvjema studijama slučaja detaljnije obrađenim u ovom doktorskom radu).

Zašto bi se predstavnici Vlade RH mogli odlučiti za financijski aranžman s Fondom odnosno Europskom unijom? Rezultati prve faze ekonometrijskog istraživanja u ovom doktorskom radu koji ukazuju na agregatno postojanje katalitičkog učinka Fonda u CESEE regiji mogu pomoći u razumijevanju zbog čega bi Vlada mogla biti spremna sudjelovati u financijskim aranžmanima Fonda usprkos različitim mišljenjima i kontroverzama vezanim uz programe MMFa te zbog čega bi im mogla biti važna pozitivna potvrda (*seal of approval*) Fonda. Ovakvi rezultati također impliciraju da postoji praktična mogućnost za nositelje ekonomske politike u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe za korištenje Fonda kao instrumenta za poboljšanje percepcije inozemnih investitora. Nadalje, promatrajući postojeće odnosno recentne aranžmane Fonda ovakve vrste sa zemljama Europske unije, vidljivo je da se mahom radi o Stand-By (SBA) tipu financijskog aranžmana. Rezultati druge faze ekonometrijskog istraživanja pokazuju da ovaj tip aranžmana u cjelini ima pozitivan katalitički učinak na priljev inozemnih izravnih investicija. Također valja napomenuti kako studije slučaja za Poljsku (te u određenom stupnju i Bugarsku) pokazuju da se nositelji ekonomske politike mogu odlučiti za financijski aranžman s MMFom kako bi ga koristili i kao instrument vanjskog pritiska. Ukoliko u zemlji postoji skup nositelja ekonomske politike koji se zalažu za provedbu ekonomskih promjena u skladu s tržišnim načelima koje zastupa Fond odnosno u skladu s interesima inozemnih investitora, no percipiraju da nisu dovoljno brojni odnosno politički jaki da

osiguraju dostatnu kritičnu masu promjena, mogu se odlučiti poput poljske Vlade u promatranom razdoblju za aranžman s Fondom. Naime, odbacivanje tj. neispunjavanje zahtjeva MMFa može rezultirati negativnim financijskim ali i reputacijskim posljedicama – ograničavanjem pristupu financijskim sredstvima Fonda, ali i slanjem snažnih negativnih signala investitorima i kreditorima. Odbacivanje traženih ekonomskih promjena u ovom slučaju više nije samo odbacivanje prijedloga političkih oponenata već može biti percipirano i kao odbacivanje tržišnog smjera ekonomske politike odnosno odbacivanje međunarodnih financijskih institucija i integracija. Stoga sudjelovanje u aranžmanu Fonda u ovakvim okolnostima može povećati pritisak na političku opoziciju u zemlji da pristane na tražene ekonomske promjene i smanjiti njihov manevarski prostor.

Nadalje, jedna od potencijalnih odrednica sudjelovanja u financijskim aranžmanima Fonda može biti i potreba za servisiranjem javnog duga. Iako ovu varijablu nije bilo moguće uvrstiti u ekonometrijsko istraživanje doktorskog rada zbog snažnih ograničenja u postojanju raspoloživih podataka za istraživane zemlje Srednje i Jugoistočne Europe[42], snažan teret dospjelog duga u odnosu na nacionalni dohodak može povećati potrebu zemlje za eksternom likvidnošću (tj. aranžmanom s Fondom) u svrhu servisiranja spomenutog duga (Moser i Sturm 2011). Promotrivši obveze RH u tom smislu (Tablica 16), vidljivo je da u 2017. godini na naplatu dolazi 49,4 milijardi kuna, od čega se 27,1 milijardi HRK odnosi na potrebu otplate dugoročnih dužničkih obveza (obveznice i zajmovi) te predstavlja posebno značajan rast dospjelih obveza na godišnjoj razini u odnosu na prethodnu godinu. Pribroji li se tome 7,2 milijarde kuna projiciranog fiskalnog deficita, potrebe za financiranjem središnje države iznose 56,6 milijardi kuna (od kojih se 1,6 milijardi planira financirati privatizacijskim primitcima, dok se ostatak planira namaknuti zaduživanjem). Negativni rizici vezano uz ispunjavanje potreba zemlje za financiranjem u 2017. godini odnose se na inozemne odnosno domaće čimbenike. Od inozemnih negativnih rizika valja spomenuti neizvjesnost povezanu s negativnim učinkom

[42]Međunarodno prihvaćene i usporedive vremenske serije podataka o omjeru servisiranja duga i nacionalnog dohotka za pojedinačne zemlje na globalnoj razini raspoložive su u bazi makroekonomskih podataka *International Debt Statistics* koju uređuje i ažurira Svjetska banka. Svjetska banka sve zemlje na globalnoj razini sukladno razini dohotka svrstava u kategorije niskog, srednjeg i visokog dohotka, a klasifikacija se ažurira 1. srpnja svake godine. Međutim, kada zemlja prijeđe iz kategorije srednjeg u kategoriju visokog dohotka, ne samo da se novi podaci za ovu varijablu prestaju objavljivati za buduća razdoblja, već javno nedostupne postaju i povijesne vrijednosti za spomenutu zemlju. Ovakva situacija značajno ograničava raspoložive podatke o servisiranju javnog duga za istraživani uzorak zemalja u ovom doktorskom radu.

Brexita (u lipnju 2016. Velika Britanija se na referendumu odlučila za izlazak iz Europske unije, no još uvijek je neizvjestan konkretan modus kao i vremenska dinamika izlaska iz članstva u EU odnosno nastavka odnosa s Unijom) zbog koje globalni investitori bilježe snažniju potražnju za zlatom odnosno za obveznicama zemalja koje se percipiraju politički i ekonomski „kvalitetnijima odnosno sigurnijima“. Od tuzemnih rizika valja spomenuti političku neizvjesnost povezanu s padom Vlade nakon svega 6 mjeseci, ograničeni opseg djelovanja tehničke Vlade kao i moguće tenzije unutar vladajuće koalicije i nakon izbora u rujnu 2016. Sve navedeno moglo bi prema mišljenju Standard and Poor kreditne agencije (2016) negativno utjecati na odlučnost i dinamiku provedbe reformi u svrhu promicanja rasta i održivih javnih financija.

Koji su mogući razlozi zbog kojih se nositelji ekonomske politike mogu odlučiti za nesudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda? Kao prvo, rezultati ekonometrijskog istraživanja kao i studija slučaja neizravno naznačuju da ono što je inozemnim investitorima važno jest perspektiva gospodarskih promjena odnosno (percepcija) predanosti zemlje u tom smislu. Nositelji ekonomske politike se mogu odlučiti stvarati ovakvu reputaciju i samostalno tj. bez MMFa. To je posebice moguće ukoliko nositelji ekonomske politike percipiraju da postoji dovoljna kritična masa spremnosti na gospodarske promjene, pa i potencijalne žrtve koje su pritom potrebne kako u političkoj „areni“ tako i među biračima u zemlji. Nadalje, rezultati ekonometrijskog istraživanja ukazuju da politička bliskost sa SADom kao najmoćnijom državom članicom MMFa povećava vjerojatnost sudjelovanja u aranžmanima Fonda u CESEE regiji, što ukazuje na snažnu vjerojatnost političkog „trgovanja“. U slučajevima u kojima djeluju na ovakav način (tj. stavljajući svoje interese ispred formalnog mandata Fonda), utjecajne države članice mogu slabiti mogućnost MMFa da slobodno i stručno kreira i sudjeluje u provedbi ekonomskih politika koje su ključne za uspjeh programa. K tome, također mogu značajno oslabiti i predanost reformskim mjerama u zemlji korisnici aranžmana te omogućiti protivnicima gospodarskih promjena da prikažu MMF prvenstveno kao alat za promicanje interesa bogatih i utjecajnih država članica. Nadalje, već je spomenuto kako Fond u pojedinim slučajevima može biti percipiran instrumentom vanjskog pritiska i korektivom vezano uz provođenje reformi u zemlji ukoliko ne postoji kritična masa spremnosti među internim akterima. No, kako je RH postala punopravnom

članicom Europske unije, kroz procedure Europskog semestra, prekomjernog proračunskog manjka kao i prekomjernih makroekonomskih neravnoteža, Europska unija (u smislu Europske komisije te Vijeća ministara EU) također može djelovati poput korektiva u ovom smislu, a njene službene odluke i mišljenja mogu biti percipirane kao nepristrana ocjena ekonomskog stanja u RH od strane inozemnih aktera na financijskim tržištima, te se stoga nositelji ekonomske politike u Hrvatskoj mogu odlučiti ograničiti na ekonomski dijalog s EU bez sklapanja financijskog aranžmana s Fondom.

Na kraju, valja spomenuti i da odluke o (ne)sudjelovanju u financijskim aranžmanima MMFa iziskuju donošenje vrijednosnih sudova od strane nositelja ekonomske politike, što otežava pouzdano predviđanje događanja u ovom kontekstu. Pobornici angažmana MMFa zastupaju stav kako je povratak priljeva inozemnog kapitala ključan preduvjet za adresiranje platnobilančnih poteškoća, te da sudjelovanje u aranžmanima Fonda može u tome pomoći. Također smatraju da takav pristup u dugom roku potiče ekonomsku aktivnost. Nadalje smatraju da ovakve mjere ekonomske politike koje iziskuju ekonomske i političke troškove mogu pojačati povjerenje inozemnih investitora u predanost zemlje gospodarskim promjenama. S druge strane, kritičari restriktivnog pristupa naglašavaju da traženjem od zemalja korisnica da smanje ponudu novca i javne rashode, te eventualno povećaju poreze, Fond ih zapravo traži da smanje agregatnu potražnju te povećaju kamatne stope. Ovakve mjere u nesuglasju su s tradicionalnom keynesijanskom stabilizacijskom politikom te će u kratkom roku vjerojatno uzrokovati recesijske pritiske. Prema ovakvom pristupu, „guranje“ zemlje dublje u recesiju nije primjeren put za jačanje povjerenja inozemnih investitora.

Tablica 15: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju – Hrvatska

POKAZATELJ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Realni rast BDPa (godišnja promjena %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5,9	6,6	1,9	-0,9
Saldo tekućeg računa platne bilance(% BDPa)	NA	NA	NA	6,5	5,3	-6,5	-4,7	-10,6	-5,4	-6,4
Sveukupne rezerve u mjesecima uvoza	NA	NA	0,4	1,2	2,3	2,4	2,7	2,6	3,0	3,5
Inozemne izravne investicije, priljevi (% of GDP)	NA	NA	0,1	1,3	0,8	0,5	2,1	2,3	3,7	6,2
Inflacija, potrošačke cijene godišnja promjena %)	NA	NA	NA	1494,7	107,2	4,0	4,3	4,1	6,4	4,0
Devizni tečaj (jedinice lokalne valute za USD, godišnji prosjek)	NA	NA	0,3	3,6	6,0	5,2	5,4	6,2	6,4	7,1
Bruto investicije opće države u fiksni kapital (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Bruto investicije privatnog sektora u fiksni kapital (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Rashodi opće države (%BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Fiskalni saldo (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	1,4	-1,5	-1,6	-1,9	-1,3	-6,2
Bruto dug konsolidirane opće države (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Bruto inozemni dug (% BDPa)	NA	11,7	28,4	25,6	20,0	17,4	23,0	32,5	36,9	47,0
Obujam industrijske proizvodnje (2010=100)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	81,0	80,2

Tuzemni krediti od strane financijskog sektora (% BDPa)	NA	NA	NA	NA	NA	41,0	37,7	38,3	41,4	39,6
Indeks realnog efektivnog tečaja (2005=100), deflator jedinični trošak rada	NA	NA	NA	NA	97,3	104,1	103,1	103,6	102,4	96,2
Nominalni jedinični trošak rada (godišnja promjena %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Stopa nezaposlenosti	NA	11,1	10,2	9,8	10,0	10,1	10,0	9,9	11,0	13,5

POKAZATELJ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Realni rast BDPa (godišnja promjena %)	3,8	3,4	5,2	5,6	4,1	4,2	4,8	5,2	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,4	1,6
Saldo tekućeg računa platne bilance(% BDPa)	-2,3	-3,0	-7,3	-6,2	-4,2	-5,4	-6,7	-7,2	-9,0	-5,2	-1,2	-0,9	0,0	1,0	2,1	5,1
Sveukupne rezerve u mjesecima uvoza	4,5	5,2	5,3	5,5	5,1	4,7	5,3	5,3	4,2	6,5	6,6	6,1	6,7	7,9	6,5	7,3
Inozemne izravne investicije, priljevi (% of GDP)	4,9	4,2	3,5	5,3	3,1	4,0	6,5	7,6	7,4	5,1	2,4	2,3	2,6	1,6	6,9	0,3
Inflacija, potrošačke cijene godišnja promjena %)	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5
Devizni tečaj (jedinice lokalne valute za USD, godišnji prosjek)	8,3	8,3	7,9	6,7	6,0	5,9	5,8	5,4	4,9	5,3	5,5	5,3	5,9	5,7	5,7	6,9
Bruto investicije opće države u fiksni kapital (% BDPa)	NA	NA	5,5	7,2	6,4	5,6	5,6	6,1	5,8	5,5	3,3	3,5	3,5	3,7	3,7	NA

Bruto investicije privatnog sektora u fiksni kapital (% BDPa)	NA	NA	13,4	15,4	15,5	15,8	16,9	16,2	17,6	16,1	14,5	13,2	12,7	12,6	12,3	NA
Rashodi opće države (%BDPa)	NA	45,4	47,8	47,1	47,1	45,4	45,3	45,0	44,7	47,6	47,5	48,8	47,0	47,8	48,1	46,9
Fiskalni saldo (% BDPa)	-6,4	-5,9	-4,3	-4,7	-5,2	-3,9	-3,4	-2,4	-2,8	-6,0	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,5	-3,2
Bruto dug konsolidirane opće države (% BDPa)	NA	35,0	36,6	38,1	40,4	41,3	38,9	37,7	39,6	49,0	58,3	65,2	70,7	82,2	86,5	86,7
Bruto inozemni dug (% BDPa)	51,9	52,3	53,0	64,7	68,5	71,2	73,9	76,8	84,3	101,1	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	103,7
Obujam industrijske proizvodnje (2010=100)	81,5	86,4	90,9	93,8	96,3	101,0	105,5	110,6	111,5	101,4	100,0	98,8	93,4	91,8	92,9	95,3
Tuzemni krediti od strane financijskog sektora (% BDPa)	40,0	45,1	53,2	54,4	56,8	62,8	68,6	70,8	73,9	77,4	90,7	88,9	88,7	89,0	90,0	88,7
Indeks realnog efektivnog tečaja (2005=100), deflator jedinični trošak rada	95,3	98,1	98,8	97,9	99,0	100,0	100,9	100,3	102,6	103,1	103,2	101,1	99,6	99,2	98,4	97,9
Nominalni jedinični trošak rada (godišnja promjena %)	NA	-2,0	5,2	5,0	1,6	2,1	2,3	13,6	5,2	6,9	0,1	0,6	-1,3	-2,3	-2,4	-0,5
Stopa nezaposlenosti	16,1	20,5	15,1	13,9	13,7	12,6	11,1	9,6	8,4	9,1	11,8	13,4	15,8	17,3	16,7	16,3

NA=nema dostupnih podataka

Izvor: Svjetska banka, Eurostat, Institut za međunarodnu ekonomiju u Beču, Međunarodni monetarni fond

Tablica 16: Ostvarenje i projekcije potreba za financiranjem - Republika Hrvatska

(izraženo u milijunima kuna)

POKAZATELJ	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Otplata duga (1)	**43930**	**49498**	**54045**	**47128**	**49386**	**48640**	**52085**
Kratkoročni dug (trezorski zapisi)	25862	23870	30168	27686	20558	30150	30150
Dugoročni dug	15815	23943	23214	17434	27123	17011	21285
Domaće obveznice denominirane u lokalnoj valuti	4000	0	5500	3500	9500	6000	0
Domaće obveznice denominirane ili indeksirane u inozemnoj valuti	0	4975	2680	0	0	0	7650
Domaći zajmovi	10651	11983	6747	10884	7720	4380	2433
Inozemne obveznice denominirane u inozemnoj valuti	0	3825	5740	0	8753	5740	10448
Eksterni zajmovi	1164	3160	2547	3050	1150	891	714
Ostalo	2253	1685	663	2008	1705	1479	650
Fiskalni deficit (2)	**16167**	**12800**	**8855**	**7485**	**7203**	**6555**	**5503**
Akumulacija depozita (3)	**11405**	**8500**	**5500**	**4300**			
Potrebe za financiranjem (1+2+3)	71502	70798	68400	58913	56589	55195	57588

Projekcije su navedene od 2016. godine nadalje.

Izvor: Ministarstvo financija (interno, povjerljivo)

Tablica 17: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju – Hrvatska

Zemlja	Financijski aranžman Fonda	Datum početka	Datum završetka
Hrvatska	SBA	14 10 1994	13 04 1996
	EFF	12 03 1997	11 03 2000
	SBA	19 03 2001	18 05 2002
	SBA	03 02 2003	02 04 2004
	SBA	04 08 2004	15 10 2006

Izvor: Međunarodni monetarni fond

7. PREPORUKE NOSITELJIMA EKONOMSKE POLITIKE U ZEMLJAMA SREDNJE I JUGOISTOČNE EUROPE U VEZI S FINANCIJSKIM ARANŽMANIMA MEĐUNARODNOG MONETARANOG FONDA I PRILJEVOM INOZEMNIH IZRAVNIH INVESTICIJA TE MOGUĆA PODRUČJA DALJNJIH ZNANSTVENIH ISTRAŽIVANJA

Od svog osnutka do danas Fond i njegovo djelovanje predmet su brojnih kontroverzi i kritičkih rasprava. Jedna škola misli percipira ga poput financijske „putovnice“ koja državama korisnicama može pomoći u povratku na tržišta kapitala i omogućiti priljeve inozemne likvidnosti. Drugi pak MMF vide prvenstveno kao instrument širenja interesa razvijenih država koji može negativno djelovati na ekonomski rast i društvenu nejednakost. Povremeno se oglašavaju i službeni predstavnici samog Fonda braneći uvriježene institucionalne stavove ili obrazlažući institucionalne promjene u nastupu i djelovanju kao dokaz reformi u cilju adresiranja kritika. U ovoj kakofoniji glasova teško je, ali i nužno, pokušati razlučiti retoriku od realnosti.

U tom kontekstu, znanstvena istraživanja MMFa i njegovog utjecaja ne bi trebala biti sama sebi svrhom, već poslužiti kao temelj za informirano donošenje odluka zainteresiranih dionika te kvalitetno upravljanje ekonomskom politikom. Iznesene rezultate doktorskog istraživanja i njihove implikacije stoga je moguće pretočiti u preporuke nositeljima ekonomske politike pritom obrazlažući relevantne političko-ekonomske mehanizme djelovanja te gdje je to moguće identificirajući razloge (ideoloških) nesuglasja.

Sve navedeno ilustrira kako znanstvena istraživanja MMFa i njegovog utjecaja (uključujući i ovo) kao i njihovi nalazi te rezultirajuće preporuke za nositelje ekonomske politike predstavljaju fundus saznanja koji se kontinuirano razvija te će tako u budućnosti biti moguće adresirati nova pitanja i produbiti razumijevanje ove kompleksne tematike. U tom kontekstu korisno je definirati i nekoliko prijedloga za

buduće istraživačke projekte osvrnuvši se pritom na tekuća ograničenja prisutna i u ovom znanstvenom istraživanju.

7.1. Preporuke za upravljanje ekonomskom politikom

Temeljem rezultata doktorskog istraživanja, ali ih i stavivši u širi političko-ekonomski kao i znanstveni kontekst, moguće je iznijeti preporuke za nositelje ekonomske politike u CESEE regiji.

One su usmjerene na **važnost kritičkog promišljanja**

1) financijskih aranžmana MMFa (njihovih koristi i ograničenja)

2) priljeva inozemnih izravnih investicija

3) utjecaja financijskih aranžmana MMFa u kontekstu priljeva FDI

4) utjecaja financijskih aranžmana MMFa u širem društveno-razvojnom kontekstu.

7.1.1. Važnost kritičkog promišljanja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda (njihovih koristi i ograničenja)

Prilikom donošenja odluka o sudjelovanju ili nesudjelovanju u financijskim aranžmanima Fonda nositelji ekonomske politike u zemljama CESEE regije trebaju voditi računa kako o mogućim koristima tako i ograničenjima vezano uz angažman Fonda.

Nositelji ekonomske politike mogu se odlučiti za sudjelovanje u aranžmanu Fonda iz nekoliko razloga u kontekstu potencijalnih koristi:

1. Kao što je prethodno opisano, države obično sklapaju financijske aranžmane s Fondom kada više nisu u mogućnosti trajno financirati deficite na tekućem računu platne bilance priljevima inozemnog kapitala. U takvim okolnostima jedan od ključnih zadataka je potaknuti nove priljeve odnosno smanjiti odljeve inozemnog

kapitala (Mussa i Savastano 1999). Autori stoga i navode kako je jedan od glavnih ciljeva financijskih aranžmana MMFa potaknuti priljev inozemnog kapitala u zemlju korisnicu.

Bird i Mosley (2009) naglašavaju kako u kriznim okolnostima odgovarajuća „injekcija“ inozemne likvidnosti može smanjiti pritisak vezan uz postojeća snažna ograničenja u eksternom financiranju te osigurati vrijeme potrebno za provedbu potrebnih ekonomskih promjena, posebice u strukturnom smislu[43].

2. U tom kontekstu, Međunarodni monetarni fond se najčešće povezuje s financijskim aranžmanima koji državama pogođenim krizom trebaju omogućiti prijeko potrebnu inozemnu likvidnost ali i potaknuti ekonomsku prilagodbu. MMF dijelom osigurava potrebnu likvidnost izravno, no uvjetovani financijski aranžmani osmišljeni su s namjerom i pretpostavkom priljeva i drugih vrsta kapitala odnosno investitora u državu korisnicu.

   Ako katalitički učinak postoji onda legitimizira postojanje uvjetovanih financijskih aranžmana. Također doprinosi razumijevanju razloga zbog kojih se nositelji ekonomske politike mogu odlučiti za sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda te zbog čega im je važna pozitivna potvrda njihovih ekonomskih politika od strane Fonda usprkos podijeljenim mišljenjima i stavovima vezano uz ovu instituciju i njeno upravljanje aranžmanima.

Međutim, financijski aranžmani Fonda sa sobom mogu nositi i potencijalne rizike odnosno ograničenja:

1. Politički utjecaj moćnih država članica – Međunarodne institucije pa tako i MMF te njihova pravila prvenstveno su kreacija i rezultat djelovanja ekonomski odnosno politički utjecajnih država članica, te stoga postoji mogućnost da odražavaju njihove preferencije i interese (Sundać i Nikolovska 2001, Sundać i Rupnik 2005). U tom smislu ovo znanstveno istraživanje između ostalog propituje je li sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda odražava prioritete i djelovanje SADa kao najmoćnije države članice MMFa. Rezultati istraživanja ukazuju da

[43] Detaljnije opisano u poglavlju 2 doktorskog rada.

politička bliskost sa SADom kao najmoćnijom državom članicom MMFa povećava vjerojatnost sudjelovanja u aranžmanima Fonda, što ukazuje na snažnu vjerojatnost političkog „trgovanja“. Mogućnost statistički značajnog utjecaja SADa vezano uz upravljanje financijskim aranžmanima Fonda također je potvrđena i u znanstvenoj literaturi na globalnoj razini (Barro i Lee 2005, Pop-Eleches 2008, te Broz i Hewes 2000).

Općenito uzevši, utjecajne države članice poput SADa stoga mogu koristiti svoju poziciju kako bi utjecale na dodjelu financijskih aranžmana Fonda, broj i vrstu uvjetovanosti ili praćenje i sankcioniranje provedbe aranžmana. Pritisak ovakvih država također može otežati operativnim djelatnicima MMFa da uzmu u obzir specifične okolnosti pojedine zemlje korisnice prilikom kreiranja ili provedbe aranžmana. U slučajevima u kojima djeluju na ovakav način (tj. stavljajući svoje interese ispred formalnog mandata Fonda), utjecajne države članice mogu slabiti mogućnost MMFa da slobodno i stručno kreira i sudjeluje u provedbi ekonomskih politika koje su ključne za uspjeh programa. Nadalje, također mogu značajno oslabiti i predanost reformskim mjerama u državama korisnicama aranžmana te omogućiti protivnicima gospodarskih promjena da prikažu MMF prvenstveno kao alat za promicanje interesa bogatih i utjecajnih država članica.

Pop-Eleches (2008) ukazuje kako je smanjivanje broja uvjetovanosti ili nesankcioniranje kršenja uvjetovanosti prvenstveno vezano uz države koje imaju snažnu geo-političku važnost za SAD poput Meksika, Turske ili Argentine, te nije izraženo u zemljama CESEE regije. No, važno je da nositelji ekonomske politike prilikom donošenja odluka imaju na umu i ovaj aspekt. Također valja napomenuti kako je MMF 2010. godine pokrenuo niz reformi u sustavu upravljanja koje bi relativno skoro trebale stupiti na snagu, te koje bi trebale distribuciju ekonomske i političke moći između država članica učiniti simetričnijom. Ipak, SAD će i dalje zadržati svoje pravo veta, pa time i značajnu mogućnost utjecaja.

2. Dilema u ekonomskoj politici vezano uz primjeren način adresiranja kriza – rasprave i nepostojanje konsenzusa vezano uz katalitički učinak Fonda odražavaju širu raspravu i nesuglasice u ekonomskoj znanosti koja je i danas bez trajnog rješenja te implicira donošenje vrijednosnih sudova kao i političkih odluka. Ona se u suštini odnosi na pitanje treba li se MMF u kriznim okolnostima usmjeriti

primarno na povratak priljeva inozemnog kapitala ili stabilizaciju autputa u zemlji korisnici aranžmana.

Kao što je navedeno, financijski aranžmani Fonda povezani su s uvjetovanošću - tj. nizom predefiniranih mjera ekonomske politike s ciljem poticanja ekonomske prilagodbe u zemlji korisnici. Ove mjere mogu biti makroekonomske ili mikroekonomske prirode. Cilj mikroekonomskih tj. strukturnih mjera jest jačanje učinkovitosti i produktivnosti gospodarstva. Makroekonomske mjere odnose se primarno na monetarne i fiskalne restrikcije kao npr. smanjenje javnih rashoda, ponekad i povećanje poreza, smanjenje rasta novčane ponude s ciljem jačanja održivosti javnih financija te smanjenje budućih inflacijskih pritisaka. Krugman (1999) navodi kako je ključni razlog za uvođenje ovakvih mjera kako makroekonomske tako i mikroekonomske prirode u kriznim okolnostima tzv. „igra pouzdanja“ (*confidence game).* Kako bi smanjio odljev inozemnog kapitala, odnosno potaknuo njegove priljeve, MMF pokušava povratiti povjerenje inozemnih investitora potičući gospodarske promjene kojima je cilj jačanje učinkovitosti gospodarstva, makroekonomska stabilizacija zemlje te u cjelini jačanje njene investicijske privlačnosti. MMF često stavlja ključni naglasak na restriktivnu monetarnu i fiskalnu politiku, što bi zemlju trebalo učiniti privlačnijom za inozemni kapital (primjerice inozemne obveznice te inozemni zajmovi).

Pobornici angažmana MMFa zastupaju stav kako je povratak priljeva inozemnog kapitala ključan preduvjet za adresiranje platnobilančnih poteškoća (što je ujedno i primarni zadatak Fonda sukladno njegovom Statutu). Također smatraju da ovakav pristup u dugom roku potiče ekonomsku aktivnost. Nadalje smatraju da ovakve mjere ekonomske politike koje iziskuju ekonomske i političke troškove mogu pojačati povjerenje inozemnih investitora u predanost zemlje gospodarskim promjenama. Nadalje, u novije vrijeme postoji mišljenje da Fond kao instrument praćenja i sankcioniranja te njegovi aranžmani kao mehanizam povećanja predvidljivosti te tržišne orijentacije ekonomske politike u zemlji korisnici mogu doprinijeti poboljšanom priljevu inozemnog kapitala.

S druge strane, kritičari restriktivnog pristupa naglašavaju da traženjem od zemalja korisnica da smanje ponudu novca i javne rashode, te eventualno povećaju poreze, Fond ih zapravo traži da smanje agregatnu potražnju te povećaju kamatne stope. Ovakve mjere u nesuglasju su s tradicionalnom

keynesijanskom stabilizacijskom politikom te će u kratkom roku vjerojatno uzrokovati recesijske pritiske. Prema njima, „guranje“ zemlje dublje u recesiju nije primjeren put za jačanje povjerenja inozemnih investitora.

Općenito uzevši, makroekonomske restrikcije mogu se pokazati uspješnima ukoliko su primarni uzroci krize vezani uz neprimjerene makroekonomske politike. Međutim, ukoliko su razlozi izraženije mikroekonomske prirode, refleksno nametanje makroekonomskih restrikcija može pogoršati situaciju smanjujući agregatnu potražnju te slabeći financijske fundamente, što može dalje smanjiti kreditnu aktivnost i doprinijeti kontrakciji ekonomske aktivnosti. U ovom smislu, nametanje relativno jednoobraznih financijskih aranžmana različitim zemljama korisnicama, ne uzevši u obzir njihove jedinstvene ekonomske i političko-ekonomske karakteristike može stvoriti dojam da Fond primarno brine o interesima inozemnih investitora nauštrb domaćeg stanovništva u zemlji primateljici. Ovakva percepcija pogoršava političko ozračje vezano uz aranžmane MMFa i i pojačava rizik društvenih i političkih napetosti u zemlji, što neće pogodovati uspješnoj realizaciji aranžmana.

7.1.2. Važnost kritičkog promišljanja priljeva inozemnih izravnih investicija

Ovo doktorsko istraživanje tematski je usmjereno na odnos između financijskih aranžmana MMFa i priljeva inozemnih izravnih investicija[44]. U tom smislu istraživanje učinaka samih inozemnih izravnih investicija na makroekonomske agregate u zemljama primateljicama nalazi se van okvira ovog znanstvenog rada.

Ipak, potrebno je napomenuti da inozemne izravne investicije ne bi trebale biti same sebi svrha, već nositelji ekonomske politike trebaju osvijestiti važnost kritičkog promišljanja njihovih učinaka na promatrano gospodarstvo (korištenjem odgovarajuće znanstvene podloge) prije donošenja same odluke o tome žele li i kako privlačiti FDI.

[44] Korištenjem znanstvenog pristupa definirano je metodološkim i podatkovnim okvirom uz pomoć kojeg je moguće odgovoriti na pitanje postoji li katalitički učinak Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u promatranom razdoblju i uzorku zemalja te identificirati pojedine čimbenike koji mogu doprinijeti njegovoj realizaciji.

U tom smislu, važno je uzeti u obzir sljedeću činjenicu - iako inozemne izravne investicije (kao podskup priljeva inozemnog kapitala putem financijskog računa platne bilance) mogu biti pozitivno percipirane kao jedan od načina financiranja deficita na tekućem računu platne bilance, u duljem roku mogu negativno djelovati na spomenuti deficit.

Znanstvena literatura definira 3 načina putem kojih FDI mogu djelovati na saldo tekućeg računa platne bilance[45] . To su izvoz, uvoz i odljev dobiti ostvarene putem FDI. FDI može dovesti do povećanja izvoza putem bruto investicija u kapital korišten za izvozne djelatnosti, transfera tehnologije, uvođenja novih proizvoda te olakšavanja pristupa novim i velikim tržištima. Međutim, mogu i negativno djelovati na izvoz otežavajući širenje domaćim poduzećima koja bi mogla postati izvoznici, prvenstvenim usmjeravanjem na tržište zemlje primateljice, te putem transfera niske razine tehnologije. Uobičajeno se smatra da će kod tzv. horizontalnih FDI (gdje multinacionalna poduzeća imaju podružnice u zemljama primateljicama zbog npr. transportnih troškova) negativno djelovati na izvoz, dok vertikalne FDI (gdje su različite faze proizvodnog procesa locirane u različitim zemljama s obzirom na troškovnu učinkovitost) mogu pozitivno djelovati na povećanje izvoza.

Na sličan način inozemne izravne investicije mogu djelovati i na uvoz. Pozitivan učinak na uvoz očekuje se u slučajevima gdje multinacionalna poduzeća uvoze određena intermedijarna dobra koja nisu raspoloživa u zemlji primateljici ili se odlučuju za nabavu repromaterijala od svojih uobičajenih dobavljača u inozemstvu. Smanjenje uvoza očekuje su u okolnostima gdje je priljev FDI usmjeren na sektore koje karakterizira supstitucija uvoza te će se proizvodi koji su se prethodno uvozili sada proizvoditi u zemlji primateljici od strane multinacionalnih poduzeća.

Na kraju, važno je spomenuti i potencijalni učinak inozemnih izravnih investicija na saldo tekućeg računa platne bilance kroz odljev dobiti ostvarene temeljem FDI. Ovakve transakcije negativno djeluju na saldo podračuna primarnih (faktorskih) dohodaka na tekućem računu platne bilance.

Agregatni učinak inozemnih izravnih investicija na saldo tekućeg računa platne bilance rezultat je djelovanja triju navedenih silnica. Ukoliko je pozitivni učinak priljeva inozemnih izravnih investicija na izvoz snažniji od negativnog učinka na uvoz i odljev

[45] Tekući račun platne bilance može se raščlaniti na podračune dobara, usluga, primarnih dohodaka te sekundarnih dohodaka (IMF 2009, Eurostat 2015).

dobiti, onda je moguće govoriti o dominantno pozitivnom djelovanju FDI u ovom kontekstu. Ukoliko je pak izraženiji negativan utjecaj na povećanje uvoza te odljev dohodaka od inozemnih izravnih investicija, onda dolazi do dominantno negativnog utjecaja FDI na tekući račun platne bilance.

Znanstvena istraživanja na ovu temu su malobrojna te također ne rezultiraju jednoznačnim rezultatima, pa stoga ujedno predstavljaju jedno od područja u kojima su moguća daljnja istraživanja. No, postojanje slučajeva u kojima je izražen negativan dugoročni utjecaj FDI u ovom smislu[46] upozorava na važnost uzimanja u obzir i negativnih rizika povezanih s inozemnim izravnim investicijama te kritičkog razmatranja njihovog korištenja kako od strane nositelja ekonomske politike tako i samih znanstvenika[47].

7.1.3. Važnost kritičkog promišljanja utjecaja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda u kontekstu priljeva inozemnih izravnih investicija

Saznanja ovog znanstvenog istraživanja impliciraju da financijski aranžmani Fonda mogu, ali i ne moraju nužno, dovesti do katalitičkog učinka na priljev inozemnih izravnih investicija. Stoga je potrebno osvijestiti da on nije univerzalno prisutna pojavnost, te tamo gdje on postoji, važno je identificirati čimbenike koji povećavaju vjerojatnost realizacije katalitičkog učinka.

Naime, rezultati prve faze ekonometrijskog istraživanja u doktorskom radu koji ukazuju na agregatno postojanje katalitičkog učinka Fonda u CESEE regiji mogu pomoći u razumijevanju zbog čega su vlade promatranih država bile spremne sudjelovati u financijskim aranžmanima Fonda usprkos različitim mišljenjima i kontroverzama vezanim uz programe MMFa te zbog čega im je bila važna pozitivna potvrda (*seal of approval*) Fonda. Ovakvi rezultati također impliciraju da postoji

[46] Primjerice Mencinger (2009) za uzorak zemalja Srednje i Istočne Europe koje su 2004. godine postale članice Europske unije.

[47] Ovaj kratki osvrt prvenstveno se odnosi na važnost kritičkog propitivanja odnosa između inozemnih izravnih investicija i tekućeg računa platne bilance jer je prema Statutu MMFa adresiranje platnobilančnih ranjivosti putem financijskih aranžmana jedna od primarnih funkcija Fonda. U širem smislu (izvan okvira izravne teme ovog rada) moguće je propitati odnos između inozemnih izravnih investicija i rasta te blagostanja, koji također nije jednoznačan.

praktična mogućnost za nositelje ekonomske politike u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe za korištenje Fonda kao instrumenta za poboljšanje percepcije inozemnih investitora.

Međutim, važno je ne idealizirati spomenute pozitivne aspekte financijskih aranžmana Fonda već biti svjestan potrebe i za određenim oprezom. Kao prvo, nije uputno poopćavati - ovi rezultati odnose se na konkretnu skupinu zemalja u promatranom vremenskom razdoblju te su također usmjereni na priljev inozemnih izravnih investicija za razliku od ostalih tipova inozemnog kapitala. Nadalje, nepostojanje konsenzusa vezano uz argumente za i protiv postojanja katalitičkog učinka Fonda kao i empirijski rezultati istraživanja kako ovog tako i onog na globalnoj razini indiciraju da katalitički učinak Fonda ne može biti smatran univerzalnom te uvijek prisutnom pojavnošću. No, kao što je vidljivo iz znanstvenih istraživanja (uključujući i ovo) prisutan je i značajan u pojedinim slučajevima. Stoga je tamo gdje katalitički učinak postoji važno pokušati identificirati okolnosti koje doprinose njegovom postojanju te ih pokušati replicirati i u budućnosti ukoliko se želi ostvariti katalitičku učinak.

U tom smislu, rezultati druge faze ekonometrijskog istraživanja ukazuju da, u onim okolnostima (tj. kod onih tipova financijskih aranžmana kao što je SBA) gdje inozemni investitori percipiraju da se zemlje primateljice mogu kredibilnije obvezati na gospodarske promjene te tamo gdje financijski aranžmani MMFa mogu stvoriti snažnije poticaje za takvo kredibilno obvezivanje, dolazi do katalitičkog učinka u smislu statistički značajnog povećanja priljeva inozemnih izravnih investicija. Tamo gdje to nije slučaj (ECF te EFF tip aranžmana) dolazi do statistički značajnog smanjenja inozemnih izravnih investicija. Takvi rezultati stoga ukazuju na ulogu dvaju čimbenika – 1) kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene odnosno 2) utjecaja MMFa u tom smislu – koji mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Rezultati istraživanja u cjelini stoga neizravno naznačuju da ono što je važno inozemnim investitorima jest perspektiva gospodarskih promjena u promatranoj zemlji. Tamo gdje inozemni investitori percipiraju pozitivnu perspektivu gospodarskih promjena (slijedom kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice aranžmana odnosno slijedom utjecaja Fonda u smislu stvaranja poticaja za takvo obvezivanje) dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Tamo gdje to nije slučaj, katalitički učinak je negativan.

Općenito uzevši, rezultati istraživanja pokazuju da postoje slučajevi u kojima je međunarodne organizacije (tj. MMF) moguće koristiti kao instrument vanjskog pritiska, u smislu jačanja pozitivne percepcije inozemnih izravnih investitora. No, oni isto tako ukazuju da Međunarodni monetarni fond, odnosno sudjelovanje u financijskim aranžmanima s Fondom ne može automatski samo po sebi povećati priljev inozemnih izravnih investicija. Ono što je ključno je (percepcija) predanosti države gospodarskim promjenama koje su kvalitetne i konzistentne u smislu jačanja investicijske privlačnosti odnosno perspektive ekonomskog oporavka. Nositelji ekonomske politike se stoga mogu odlučiti za sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda kako bi ojačali reputaciju predanosti gospodarskim promjenama u zemlji odnosno poboljšali percepciju inozemnih investitora, no također se mogu odlučiti stvarati ovakvu reputaciju i samostalno tj. bez MMFa.

7.1.4. Važnost kritičkog promišljanja utjecaja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda u širem društveno-razvojnom kontekstu

Ovaj doktorski rad istražuje utjecaj financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija u regiji Srednje i Jugoistočne Europe, međutim, pri donošenju odluka o tome žele li ili ne koristiti financijski aranžman Fonda nositelji ekonomske politike u zemlji trebaju uzeti u obzir i utjecaj financijskih aranžmana Fonda na ostale makroekonomske ali i društveno-razvojne pokazatelje. Što rezultati dosadašnjih znanstvenih istraživanja indiciraju u tom smislu?

Istraživanja Pastora (1987), Gylfasona (1987), Killicka (1995) kao i Khana (1990), Conwaya (2006) te Birda i Rowlandsa (2013) ukazuju na pozitivan utjecaj aranžmana Fonda u svrhu adresiranja platnobilančnih ranjivosti (u smislu smanjenja deficita na tekućem računu platne bilance). Iz perspektive utjecaja na fiskalni deficit Killick, Malik i Manuel (1992) te Conway (2006) empirijski pokazuju da aranžmani Fonda dovode do njegovog smanjenja. Vezano uz inflaciju, Stone (2002) daje pregled dosadašnjih studija na ovu temu te zaključuje da u cjelini ne postoji

konsenzus dok Bird i Rowlands u svojoj recentnoj studiji (2013) nalaze kako aranžmani Fonda dovode do smanjenja inflacije.

Promatrano iz perspektive ekonomskog rasta, u najboljem slučaju moguće je zaključiti kako nema jednoznačnih rezultata. Tako Khan (1990) te Conway (1994) u svojim studijama zaključuju da aranžmani MMFa u kratkom roku imaju negativan utjecaj na rast, dok on u dugom roku postaje pozitivan. Dicks-Mireaux, Mecagni i Schadler (2000) nalaze da programi Fonda dovode do rasta ekonomske aktivnosti, no Przeworski i Vreeland (2000), Vreeland (2003) kao i Barro i Lee (2005) te Dreher (2006) ukazuju da programi Fonda negativno djeluju na ekonomski rast. Recentne studije poput one Birda i Rowlandsa (2016) nalaze da financijski aranžmani Fonda imaju pozitivan utjecaj na ekonomsku aktivnost posebice u srednjem do dugom roku. Pozitivan utjecaj aranžmana Fonda na ekonomski rast prisutan je i u nalazima autora Bas i Stone (2014).

Iz navedenog je vidljivo da studije o utjecaju programa MMFa na platnu bilancu, proračunske deficite, inflaciju i rast dolaze do različitih zaključaka, ovisno o korištenoj metodologiji, razdoblju i istraživanom uzorku. Međutim, to nije slučaj s istraživanjima na temu utjecaja aranžmana Fonda na jednakost i siromaštvo koja za sada neupitno ukazuju na negativan učinak Fonda u tom smislu. Tako Pastor (1987) u svom istraživanju nalazi da programi Fonda redistribuiraju dohodak od rada prema kapitalu. Garuda (2000), pak ističe da kod država kod kojih postoji visoka vjerojatnost sudjelovanja u aranžmanima MMFa, aranžmani MMFa zaista povećavaju dohodovnu nejednakost, dok to nije slučaj sa zemljama kod kojih postoji niska vjerojatnost MMF angažmana te tamo aranžmani ukoliko do njih dođe ne dovode do pogoršanja pokazatelja dohodovne nejednakosti.

Vreeland (2002) također empirijski pokazuje da financijski aranžmani Fonda povećavaju dohodovnu nejednakost, kao i Oberdabernig (2013) koja u istom istraživanju ukazuje i na povećanje siromaštva u zemljama korisnicama.

Kako se financijski aranžmani MMFa održavaju na proračunske rashoda za zdravstvo i obrazovanje? Prema Nezavisnom uredu za evaluaciju MMFa (2004), uzevši u obzir činjenicu da se države javljaju MMFu u okolnostima ekonomske krize kada će možda biti potrebno smanjivati proračunske rashode bez obzira sudjeluje li država u aranžmanu Fonda, dokazuje se da aranžmani Fonda dovode do povećanja rashoda za zdravstvo i obrazovanje. Međutim, Nooruddin i Simmons (2006)

upozoravaju na važnost domaćih političkih faktora u zemlji korisnici u tom kontekstu. Tako autori empirijski pokazuju da je sveukupni utjecaj aranžmana Fonda na proračunske rashode za zdravstvo i obrazovanje pozitivan no statistički insignifikantan. Nadalje, ovakav agregatni učinak nije jednak za sve tipove režima u istraživanim zemljama. U autokracijama gdje su rashodi za zdravstvo i obrazovanje već od početka niski, financijski aranžmani MMFa dovode do njihovog povećanja, no oni su još uvijek značajno niži u usporedbi s demokracijama. U demokracijama, pak, učinak je posve suprotan gdje programi MMFa dovode do značajnog smanjenja rashoda za navedene proračunske kategorije, te se u tom kontekstu demokratske zemlje približavaju autokracijama. Nadalje, Kentikelenis et al. (2015) istražuju utjecaj financijskih aranžmana Fonda na proračunske rashode za zdravstvo u zemljama niske razine dohotka u razdoblju od 1985. do 2014. godine. Pritom rezultati ukazuju da su financijski aranžmani Fonda povezani sa smanjenim rashodima za zdravstvo u svim promatranim zemljama osim onih u regiji sub-saharske Afrike. Temeljem svega navedenog moguće je zaključiti kako tvrdnje o pozitivnom utjecaju aranžmana MMFa na siromašne i ranjive slojeve društva nisu utemeljene.

U cjelini, dosadašnja empirijska istraživanja ukazuju da je MMF najučinkovitiji u rješavanju platnobilančnih ranjivosti te proračunskih neravnoteža. Vezano uz inflaciju, nema snažnog konsenzusa, dok aranžmani Fonda mogu imati negativan učinak na rast. Nadalje, aranžmani MMFa jednoznačno su povezani s povećanjem dohodovne nejednakosti i siromaštva. Ovakvi trendovi ukazuju na mogući snažan negativan utjecaj financijskih aranžmana Fonda u društveno-razvojnom kontekstu.

Iako do sada hrvatski znanstvenici nisu ekonometrijski testirali utjecaj financijskih aranžmana MMFa na različite makroekonomske odnosno razvojne agregate adresiravši pri tom problem selekcijske odnosno endogene pristranosti, valja spomenuti da skupina neo-keynesijanskih autora u Hrvatskoj eksplicira u svojim radovima kako pojedinačne ekonomske politike temeljene na neoliberalnoj doktrini (koju zastupa MMF u svojim aranžmanima kao i Svjetska banka ali i Europska komisija) negativno djeluju na razvojnu strukturu tranzicijskih zemalja odnosno Hrvatske. Tako primjerice Sundać (2001, 2005), Radošević (2013) kao i skupina autora (Baletić et al. 2010) navode kako je od 1994. godine (inicijalno pod snažnim utjecajem MMFa) na snazi dezinflacijska politika temeljena na fiksnom tečaju kune kao nominalnom sidru za kontrolu inflacije. Potom opisuju kako je ovo doprinijelo

realnoj aprecijaciji kune te gubitku konkurentnosti hrvatske izvozne ekonomije, što je pogodovalo nekontroliranom uvozu, jačanju deficita na tekućem računu platne bilance, te razvitku sektora usluga na teret zaostajanja hrvatske industrije i proizvodnje (uključujući poljoprivrednu). Navedeno je doprinijelo stvaranju domaćih pretpostavki ekonomske krize, koje su potom pojačane globalnom krizom iz 2008. godine te krizom eurozone 2010. godine.

Komplementarno spomenutim nalazima, i međunarodni ekonomisti-kritičari neoliberalne doktrine poput J. Stiglitza (2003) ističu kako interakcija ekonomskih politika uvjetovanih od strane međunarodnih institucija poput MMF (te Europske komisije) može negativno djelovati na gospodarstvo: tako npr. nagla trgovinska liberalizacija u kombinaciji s visokom kamatnim stopama može dovesti do pada zaposlenosti i povećanja nezaposlenosti, liberalizacija financijskih tržišta bez primjerene regulacije može povećati ekonomsku volatilnost i pojačati vjerojatnost financijske krize, privatizacija tijekom koje se ne vodi računa o osiguravanju adekvatnog stupnja tržišnog natjecanja može povećati potrošačke cijene dok fiskalne restrikcije tijekom ekonomske krize mogu povećati nezaposlenost te produbiti krizu.

Iz navedenog pristupa proizlazi kako je mogući negativan utjecaj financijskih aranžmana Fonda u društveno-razvojnom smislu rezultat primjene neodgovarajućih ekonomskih politika koje mogu produbiti ekonomsku krizu umjesto da ju adresiraju. U tom smislu, Stiglitz (2003) ističe kako visoko razvijene industrijske zemlje poput primjerice SADa za vrijeme ekonomskih kriza ne koriste recepte ekonomske politike koje istovremeno nameću manje razvijenim zemljama korisnicama financijskih aranžmana Fonda, već potiču programe ekonomskog stimulusa koji bi trebali pomoći promatranom gospodarstvu da putem ekonomskog rasta adresira krizu. Pojačani ekonomski rast također bi mogao dodatno pojačati povjerenje investitora, što bi dodatno ojačalo pozitivnu putanju gospodarstva.

Ukoliko dakle neoliberalne ekonomske politike koje zastupa MMF mogu imati negativan utjecaj u razvojnom kontekstu za zemlje korisnice, zbog čega se predstavnici MMFa odnosno nositelja ekonomske politike u zemljama korisnicama usprkos tome odlučuju za njih? Jedno od mogućih objašnjenja u političko-ekonomskom kontekstu jest tumačenje prema kojem MMF[48] primarno zastupa interese međunarodnog kapitala tj. financijskog sektora (odnosno međunarodnih

[48] ali i političke elite u zemljama korisnicama

investitora u dužničku te vlasničku imovinu). Postoji nekoliko argumenata u prilog ovakve teze:

1. Stiglitz (2003) tako navodi kako postoji visoka fluktuacija djelatnika između Međunarodnog monetarnog fonda i financijskih institucija, te tehnički eksperti i posebice manageri često radno mjesto u financijskom sektoru zamijene onim u Fondu kao i obrnuto. Ovome također treba pridodati činjenicu da ovaj profil stručnjaka zaposlenih u Fondu odnosno financijskom sektoru (kao i mnogi manageri u ministarstvima financija te centralnim bankama zemalja korisnica) često školovan na sveučilištima u SADu ili Zapadnoj Europi koja su zagovarala važnost neoliberalnog tipa ekonomskih politika, što je prema znanstvenim istraživanjima također važan čimbenik u propagaciji neoliberalnog modela ekonomskih politika (Vreeland 2007).
2. Gould (2006) u svojim istraživanjima ukazuje kako se MMF u svojim financijskim aranžmanima također povremeno oslanja na financijski sektor u svrhu osiguranja dodatnog financiranja za zemlje korisnice, te stoga uzvraća financijskoj industriji uvođenjem u svoje financijske aranžmane uvjetovanosti koje pogoduju financijskoj industriji.
3. Prilikom pregovora o financijskim aranžmanima Fonda kao i tijekom ekonomskog dijaloga s MMFom, ključnu ulogu u procesu imaju ministri financija te guverneri centralnih banaka zemalja korisnica. Oni su po prirodi svog posla povezani s predstavnicima (međunarodne) financijske zajednice te stoga i promiču politike koje odražavaju stajališta i interese financijskog sektora odnosno kapitala.
4. Nadalje, rezultati empirijskih istraživanja koji jednoznačno ukazuju na negativan učinak financijskih aranžmana Fonda u smislu pogoršavanja dohodovne nejednakosti također mogu implicirati kako MMF te domaći nositelji ekonomske politike ovako promiču reformske politike koje zapravo izoliraju financijske i političke elite od negativnih šokova te troškove krize odnosno ekonomske prilagodbe s njih prevaljuju na radništvo odnosno siromašne slojeve.
5. Spomenuta interpretacija komplementarna je političko-ekonomskim postavkama neoliberalnog ekonomskog modela prema kojem ekonomske politike imaju za cilj poboljšavanje pozicije kapitala u odnosu na poziciju radništva pod pretpostavkom kako će se tako potaknuti investicije, rast i razvoj (Kotz 2015). No, recentni

primjeri ekonomske krize i njenog adresiranja u zemljama Europske unije pokazuju da se to ne mora nužno dogoditi.

6. Na kraju valja istaknuti kako je sukladno Statutu MMFa koji definira njegovu nadležnost i funkcije, jedna od osnovnih svrha djelovanja Fonda osiguravanje privremenih financijskih aranžmana zemljama korisnicama u svrhu adresiranja platnobilančnih neravnoteža. Kao što je prethodno navedeno, države obično sklapaju financijske aranžmane s Fondom kada više nisu u mogućnosti trajno financirati deficite na tekućem računu platne bilance priljevima inozemnog kapitala. U takvim okolnostima jedan od ključnih zadataka je potaknuti nove priljeve odnosno smanjiti odljeve inozemnog kapitala (Mussa i Savastano 1999). Spomenuti autori stoga i navode kako je jedan od glavnih ciljeva financijskih aranžmana MMFa potaknuti (tj. katalizirati) priljev inozemnog kapitala u zemlju korisnicu[49]. Na ovaj način, zemlja se osposobljava za kontinuiranu otplatu svojih inozemnih obveza.

   Pritom je moguće primijetiti kako poticanje ekonomskog razvoja nije definirano kao primarna svrha i nadležnost Fonda, te Fond i nije osmišljen kao „razvojna banka“. U kontekstu svega navedenog i nije iznenađujuća činjenica da se zajmovi Fonda primarno koriste za adresiranje platnobilančnih ranjivosti, a ne za ulaganje u razvoj“ (Sundać i Nikolovska 2001, p. 37-38, Sundać i Rupnik, 2005, p. 32) s obzirom da je to komplementarno njihovoj primarnoj svrsi i mehanizmima djelovanja.

Ako dakle ekonomske politike neoliberalne doktrine koje zastupa MMF u svojim aranžmanima mogu imati negativan utjecaj na razvoj zemalja korisnica, neokeynesijanski ekonomisti stoga predlažu njihovu suštinsku promjenu uključujući:

[49]Međunarodni monetarni fond zastupa stav o postojanju katalitičkog učinka svojih financijskih aranžmana na priljev inozemnog kapitala u zemlji korisnici. U tom smislu ovaj doktorski rad analizira dovode li financijski aranžmani Fonda do povećanog priljeva inozemnog kapitala (tj. inozemnih izravnih investicija kao njegovog podskupa) te ukoliko je to slučaj identificira pojedine čimbenike koji mogu tome doprinijeti. Pritom se priljevi inozemnog kapitala operacionaliziraju kroz priljev inozemnih izravnih investicija, ne primarno zbog njihovih potencijalno pozitivnih učinaka na rast i razvoja zemalja korisnica jer se oni ne moraju nužno ostvariti (Alfaro i Johnson 2013), već zbog potrebe za raščlanjivanjem sveukupnih priljeva inozemnog kapitala na pojedinačne kategorije temeljem metodoloških i ekonometrijskih razloga te činjenice da inozemne izravne investicije čine najveći udio (45 posto BDPa) u ukupnim inozemnih obvezama u regiji Srednje i Jugoistočne Europe (MMF 2014b). Navedeno je detaljnije obrazloženo u drugom poglavlju doktorskog rada.

1. Uvođenje ograničenja na kretanja kratkoročnog inozemnog kapitala kao i poreza na njegovo napuštanje zemlje primateljice, čime bi se povećali troškovi za inozemne investitore te domaću političku elitu u slučaju eksproprijacije kapitala iz zemlje pogođene ekonomskom krizom, te tako spriječilo produbljivanje krize.
2. Promicanje napora u svrhu definiranja modusa kao i implementacije bankrota zemalja korisnica. Smatraju kako bi ovakav pristup bio manje poguban za radništvo i siromašne slojeve društva te bi ključnu odgovornost za snošenje troškova stavio na investitore koji su u svom djelovanju trebali uzeti u obzir mogućnosti ostvarivanja negativnih rizika povezanih s ulaganjem.
3. Neokeynesijanski ekonomisti također se zalažu i za promjenu svrhe djelovanja financijskih aranžmana Fonda koji bi se trebali snažnije usmjeriti na jačanje agregatne potražnje u zemljama pogođenim recesijom. Prema ovom pristupu, primjereni način adresiranja krize jest jačanje povjerenja ekonomskih aktera putem politika koje jačaju zaposlenost i potrošnju, za razliku od restriktivnih ekonomskih politika na koje se MMF u svojim aranžmanima do sada oslanjao. Ukoliko je potrebno provoditi politike ekonomske prilagodbe, Fond bi trebao transparentno iznijeti podatke o njihovom očekivanom učinku na siromaštvo i nezaposlenost.
4. Uz navedeno, također se predlaže i reforma upravljanja Fondom koja bi glasove zemalja članica pa onda i odluke distribuirala snažnije u korist zemalja u razvoju.

Kako je MMF reagirao na ovakve preporuke odnosno je li ih i u kojoj mjeri adresirao?

Iako financijske aranžmane MMFa prate višegodišnje kontroverze, posebno snažnu kritičku pozornost kako akademske tako i stručne javnosti kako s lijeve tako i s desne strane političkog spektra Fond je privukao u drugoj polovici devedesetih godina prošlog stoljeća upravljanjem financijskom krizom u Jugoistočnoj Aziji. Ovakve okolnosti negativno su djelovale na kredibilnost organizacije te ujedno predstavljaju i početak organizacijske krize. Tako su se polovicom 2000ih godina, brzorastuće zemlje u razvoju posebice one u Aziji i Južnoj Americi suštinski prestale oslanjati na MMFove aranžmane u smislu adresiranja platnobilančnih ranjivosti te su umjesto toga naglasak stavile na preventivno akumuliranje inozemnih rezervi. U razdoblju globalnog prosperiteta suočen s gubitkom značaja i smanjenjem baze potencijalne klijentele Fond je tako otpustio 13% djelatnika u 2008. godini. Međutim,

globalna kriza pružila je priliku ovoj organizaciji za njenu ponovnu reafirmaciju te su se već 2009. godine lideri zemalja G20 obvezali na odobravanje dodatnih 750 milijardi dolara u svrhu jačanja djelovanja MMFa. U razdoblju između 2009. te 2014. Fond je odobrio 129 novih zajmova prema 76 zemalja korisnica, ponovno ojačavši svoju poziciju ključnog dionika u globalnom ekonomskom upravljaju i upravljanju krizama.

Međutim, ovakva organizacijska putanja razvoja praćena je određenim promjenama u službenom diskursu – tako je npr. pojačan naglasak na „vlasništvu" zemlje primateljice nad financijskim aranžmanima (tj. reforme mogu uspjeti jedino kad imaju snažnu podršku domaćih nositelja ekonomske politike i ostalih relevantnih dionika), također se snažnije težište stavlja na zaštitu siromašnih i ranjivih slojeva stanovništva pogođenih krizom. Nadalje, vodstvo MMFa složilo se s kritikom prema kojoj je broj i raspon strukturnih uvjetovanosti u financijskim aranžmanima Fonda postao neproduktivan te su se obvezali na njihovo smanjenje i pojednostavljivanje. 2010. godine Fond je pokrenuo i Paket reformi koji adresira prvenstveno reformu kvota i posljedičnih glasačkih udjela te veličinu i strukturu Izvršnog odbora[50]. Pritom, usvajanje cjelokupno reformskog paketa od strane američkog Kongresa krajem prosinca 2015. godine nakon višegodišnjeg zastoja, predstavlja važan i dugo očekivan korak prema stupanju na snagu i provedbi spomenutih reformi.

Ovdje također valja istaknuti i važne promjene u diskursu stručnih članaka kojima su autori eksperti iz Odjela za makroekonomska istraživanja Fonda, objavljenih u službenim publikacijama MMFa. Tako u ovakvim člancima MMF naglašava važnost protuciklične fiskalne politike u svrhu kreiranja održivog ekonomskog rasta kao i potencijalnu korisnost ograničenja u prekograničnom kretanju kapitala te moguće opasnosti dohodovne nejednakosti kao i na negativne posljedice neadekvatne socijalne zaštite u zemljama pogođenim krizom. Posebnu pozornost u tom smislu privukao je recentni članak koji su napisali djelatnici spomenutog Odjela za makroekonomska istraživanja Ostry, Loungany te Furcer (2016) u kojem autori kritički propituju određene postavke neoliberalne doktrine posebice se usmjerivši na politike financijske liberalizacije te fiskalne konsolidacije na kojima je Fond prethodno snažno insistirao. Tako autori zaključuju kako ovakve politike nisu nužno rezultirale očekivanim rastom ekonomske aktivnosti, a imaju

[50] Detaljnije opisano u poglavlju 2.2.2.3.

izražene troškove u smislu jačanja dohodovne nejednakosti koja pak sa svoje strane negativno djeluje na održivi rast. Ovim člankom autori se nadaju stvoriti kvalitetnu bazu za sveobuhvatnu stručnu raspravu kako unutar same organizacije tako i među širom stručnom i znanstvenom javnošću o troškovima i koristima politika neoliberalnog ekonomskog modela.

I dok svakako valja pozdraviti ovakve dokaze o kritičkom propitivanju postavki organizacijskog djelovanja, također je važno istaknuti kako bi ovakve rasprave da bi bile uspješne trebale rezultirati konkretnim promjenama i u samom operativnom djelovanju Fonda (posebice na razini pojedinačnih financijskih aranžmana). Stoga se moguće zapitati koliko je ovakva promjena u retorici zaista popraćena supstancijalnim promjenama na praktičnoj razini u djelovanju Fonda?

Recentni primjeri ukazuju na postojanje razloga za skepticizam u ovom smislu te velikog odmaka između retorike i realnosti djelovanja Fonda. Tako je primjerice usprkos proklamiranim promjenama u diskursu MMFa na razini Odjela za makroekonomska istraživanja, u svibnju 2016. tijekom dijaloga s predstavnicima RH temeljem članka IV Statuta Fonda, u praksi MMFova delegacija snažno insistirala na provođenju fiskalne konsolidacije, smanjenju javnog duga kao i strukturnim reformama posebice u sektoru rada i mirovina. Nadalje, Kentikelenis et al. (2016) u svom istraživanju promatraju broj uvjetovanosti u financijskim aranžmanima Fonda na globalnoj razini te nalaze da je (kao odgovor na pritiske kritika znanstvene i stručne javnosti) Fond zaista postupno smanjivao broj strukturnih uvjetovanosti u razdoblju između 2000.-2008. godine, te je u 2008. zabilježen najmanji prosječni broj strukturnih uvjetovanosti od početka promatranog razdoblja. Međutim, kako je temeljem globalne krize kao i krize u euro-zoni jačala važnost Fonda, tako se povećavao i broj uvjetovanosti te je 2014. godine dosegao prosjek od 12,1 što je ujedno i prosječan broj uvjetovanosti u razdoblju od 2000-2007. Odmak između retorike i realnosti u djelovanju Fonda autori ilustriraju i primjerima iz sektora tržišta rada i mirovina. Prema službenim izvješćima MMFa reforme tržišta rada i mirovina nisu od središnjeg značaja za djelovanje Fonda i njegove financijske aranžmane te je u tom smislu najavljivao njihovu eliminaciju odnosno odmak od strukturnih uvjetovanosti u programima. Međutim, pozorniji pogled na uvjetovanosti u ovom području proučavanih financijskih aranžmana otkriva kako je MMF u praksi i dalje vrlo prisutan u tom smislu. Tako je primjerice recentni financijski aranžman Fonda u

Rumunjskoj uključivao reformu mirovina uključujući njihovo petnaest postotno smanjenje kao i ostale zakonske mjere u svrhu povećanja dobi za odlazak u starosnu mirovinu. Kako su u zakonskom smislu ovakve mjere bile kontroverzne, Ustavni sud ih je ukinuo. Međutim, nekoliko mjeseci kasnije MMF je ponovno uvrstio iste uvjetovanosti u revidirani financijski aranžman za Rumunjsku. Takav aranžman stoga je iziskivao usvajanje zakonodavnog paketa za reformu mirovina od strane rumunjskog parlamenta, što se i dogodilo usprkos protivljenju rumunjskog predsjednika. Nadalje, recentni financijski aranžmani Fonda u zemljama euro-zone također su se snažno oslanjali na reformu radnog zakonodavstva uključujući deregulaciju tržišta rada, smanjenje rashoda za plaće u državnom i javnom sektoru kao i socijalnu zaštitu. Tako je primjerice financijski aranžman za Grčku uključivao ekstenzivnu liberalizaciju tržišta rada uključujući smanjenje radnih prava te odredbe vezano uz pojednostavljenje postupka kolektivnih otkaza, reformu minimalnih plaća te sustava kolektivnog pregovaranja. Slično ovom, financijski aranžman s Portugalom također su karakterizirale uvjetovanosti u smislu povećanje dobi za odlazak u starosnu mirovinu, smanjenje radničkih prava u sustavu kolektivnog pregovaranja o plaćama, te zaoštravanje radnih uvjeta u javnom sektoru u skladu s onima iz privatnog sektora.

Nadalje, usprkos napretku u usvajanju reformskog paketa Fonda vezano uz glasačke kvote te strukturu Izvršnog odbora nakon petogodišnjeg zastoja, upitno je hoće li ovakve reforme značajno utjecati na suštinsku promjenu ekonomskih politika odnosno uvjetovanosti u financijskim aranžmanima Fonda iz dvaju razloga: 1. Bez obzira na spomenutu reformu SAD će i dalje zadržati pravo veta jer će se stupanjem na snagu reformskog paketa njihov glasački udio smanjiti sa 16,75 posto na 16,50 posto. Ovo implicira kako će takvom pozicijom predstavnici SADa moći i dalje utjecati na ključne odluke Fonda kao i do sada. 2. Nije izvjesno hoće li povećana uloga zemalja u razvoju u glasovanju tj. donošenju odluka Fonda zaista utjecati na promjene u odlukama. Naime, u onom stupnju u kojem financijski manageri iz ministarstva financija odnosno centralnih banaka zemalja u razvoju na globalnoj razini dijele slične stavove s predstavnicima razvijenih zemalja Zapada, povećana glasačka moć zemalja u razvoju neće kreirati značajnu razliku u odlukama Fonda. Ovo je posebice slučaj ukoliko su djelatnici Fonda, te management ministarstava financija i centralnih banaka zemalja u razvoju školovani na istim sveučilištima. Stoga

snažnija uloga zemalja u razvoju ne implicira nužno i snažniju ulogu radništva i siromašnih u donošenju odluka u ovom kontekstu.

Temeljem svega navedenog moguće je pozdraviti promjene u službenoj retorici MMFa kojima se u određenoj mjeri kritički propituju pojedine postavke neoliberalnog modela, no vidljivo je da ih karakterizira prvenstveno vrlo postupan i umjeren tj. evolucijski (za razliku od revolucijskog) karakter. K tome, konkretni primjeri iz recentne prakse Fonda ukazuju na odmak između retorike i realnosti djelovanja MMFa, gdje još uvijek snažno prisutan dosadašnji modus djelovanja.

U ovakvim kompleksnim i izazovnim okolnostima, (kako bi se izbjeglo žaljenje nakon dugogodišnjeg nekritičkog prihvaćanja ili nevoljko provedbe ideološki jednostranih političko-ekonomskih formula i preporuka) od ključne je važnosti za (potencijalne) zemlje korisnice: 1. U promjenjivom domaćem i međunarodnom okružju, kontinuirano i kritički propitivati mehanizme djelovanja financijskih aranžmana Fonda kao i njihove učinke na različite ekonomske agregate kako u makro-financijskom tako i u društveno-razvojnom smislu. 2. Pritom bi trebali biti vođeni ne prvenstveno ideologijom već znanstvenim i empirijskim dokazima o koristima i troškovima pojedinačnih pristupa ekonomskoj politici te adresiranju ekonomskih ranjivosti u gospodarstvu. 3. U tom procesu od ključne je važnosti jačati sposobnost razumijevanja kompleksnih ekonomskih, političkih ali i društvenih procesa kako u zemlji tako i u međunarodnom okružju te sukladno tome razvijati modalitete prilagođavanja i traženja optimalne ekonomske ali i društveno-političke pozicije te odgovarajuće strategije zemlje u ovakvom kontekstu. 4. U tom smislu važno je razvijati uključive modalitete kreiranja i provedbe ekonomske politike – recentna političko-ekonomska događanja poput jačanja pozicije V. Orbana u Mađarskoj ili rezultata referenduma o izlasku iz Europske unije u Velikoj Britaniji ukazuju da društveni aranžmani koji počivaju na isključivosti odnosno asimetričnoj raspodjeli dohotka i moći dovode do jačanja socijalnih i političkih tenzija te u sebi sadrže kontinuirani potencijal ne samo ekonomskog već i političkog odnosno društvenog sukoba te neodrživosti. 5. U ovom procesu važnu ulogu morali bi imati i predstavnici znanstvene zajednice koji bi se trebali aktivno uključiti u rasprave i modalitete kreiranja ekonomske politike izradom konkretnih kvalitativnih i kvantitativnih znanstvenih podloga i istraživanja koje adresiraju specifičan kontekst ekonomskih ali i društveno-političkih snaga, ranjivosti, prilika i prijetnji za zemlju u

promjenjivim domaćim i međunarodnim okolnostima. Potom bi ih bilo potrebno na pristupačan način predstaviti široj javnosti, te na taj način doprinijeti kreiranju baze uvjerljivih i realno-provedivih mjera ekonomske politike o čijim koristima i troškovima bi se trebalo raspravljati u širokom i uključivom društvenom kontekstu.

7.2. Moguća područja daljnjih znanstvenih istraživanja

Temeljem svega navedenog, vidljivo je da postojeći znanstveni okvir vezano uz istraživanje financijskih aranžmana Fonda kao i njihovog utjecaja na priljev inozemnih izravnih investicija omogućuje određena saznanja o spomenutom odnosu. Također predstavlja podlogu koja se kontinuirano razvija te temeljem koje će stoga biti moguće i poželjno pokušati adresirati nova ili do sada tek djelomično obrađena pitanja i tako dalje produbiti razumijevanje ove kompleksne tematike. To je posebice važno u smislu istraživanja utjecaja financijskih aranžmana Fonda u regiji Srednje i Jugoistočne Europe (na priljeve inozemnog kapitala uključujući inozemne izravne investicije), tematici koja je trenutno izrazito nezastupljena i neistražena u znanstvenoj literaturi.

U tom kontekstu moguće je oblikovati nekolicinu prijedloga za istraživačke projekte u budućnosti kojima kao početna znanstvena podloga može poslužiti ovo doktorsko istraživanje, osvrnuvši se ukratko i na tekuća ograničenja u znanstvenim istraživanjima na ovu temu.

1. U budućim istraživanjima moguće je ponaosob izračunati utjecaj Fonda u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe ne samo na priljeve inozemnih izravnih investicija već primjerice i na portfeljne vlasničke investicije. Rezultate za dvije navedene kategorije zatim bi se moglo usporediti, a potom pokušati ustanoviti jesu li čimbenici koji doprinose katalitičkom učinku identificirani u ovom istraživanju za kategoriju inozemnih izravnih investicija također relevantni i za kategoriju portfeljnih vlasničkih investicija. Sljedeći korak bio bi pokušaj identifikacije razloga za eventualne sličnosti i razlike u ponašanju spomenutih dvaju kategorija inozemnog kapitala.
2. Kao što je prethodno navedeno, implikacije rezultata ekonometrijskog istraživanja u doktorskom radu u suglasju su s konceptualnim postavkama znanstvene literature (Bauer i suradnici 2012, Dreher 2009) prema kojima (kako bi se privukao inozemni kapital, ne mora nužno biti ključna efektivna provedba uvjetovanosti); ono što je važno jest percepcija inozemnih investitora vezano uz perspektivu provedbe uvjetovanosti tj. gospodarskih promjena, odnosno njihovo očekivanje da će reforme biti provedene u budućnosti. Ovo istraživanje ukazuje da tamo gdje inozemni investitori percipiraju pozitivnu perspektivu gospodarskih

promjena u budućnosti (slijedom kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice aranžmana odnosno slijedom utjecaja Fonda u smislu stvaranja poticaja za takvo obvezivanje) dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Tamo gdje to nije slučaj, katalitički učinak je negativan.

U navedenom smislu dakle nije toliko ključna sama provedba uvjetovanosti koliko percepcija inozemnih investitora da će one biti provedene u budućnosti. Stoga u znanstvenim istraživanjima ovakve vrste nisu ključni niti uključeni podaci o provedbi uvjetovanosti (Jensen 2004, 2006, Biglaiser i De Rouen 2010, Bauer Racenberg 2011, Bauer et al. 2012). To je olakšavajuća okolnost za znanstvenike s obzirom na trenutno postojeći niz ograničenja vezano uz mjerenje provedbe financijskih aranžmana Fonda.

Znanstvene poteškoće u ovom kontekstu povezane su s izvorima podataka te njihovom operacionalizacijom. Nekolicina istraživanja koja je uključila podatke o provedbi aranžmana temelji se na podacima koji nisu javno dostupni (interni podaci obrađeni od strane MMFa). Postojeću bazu podataka o praćenju financijskih aranžmana Fonda u obliku i obimu kojem je trenutno dostupna također karakterizira niz problema: podaci o aranžmanima koji su prekinuti ili trajno odgođeni nisu u bazi, a obuhvat podataka značajno je ograničen prostorno i vremenski te stoga ne omogućuje adekvatne dugoročne empirijske analize. Dreher et al. (2015) također navode da postoje i metodološke neadekvatnosti ovog tipa podataka koje omogućuju njihovu manipulaciju. Nadalje, poteškoće postoje i s operacionalizacijom varijabli koje aproksimiraju provedbu aranžmana temeljem postojećih podataka, jer omogućuje različite interpretacije te ne mjere pouzdano i na adekvatan način stupanj provedbe. U znanstvenoj literaturi stoga postoji konsenzus o ograničenjima u tom smislu te se navodi kako znanstveni pokušaji operacionalizacije i mjerenja provedbe aranžmana Fonda za sada nisu rezultirali adekvatnim i pouzdanima rezultatima (Bauer i suradnici 2012, Bird i Rowlands 2014).

Ipak, znanstveno utemeljeno i kvalitetno mjerenje provedbe aranžmana Fonda značajno bi doprinijelo boljem razumijevanju zakonitosti financijskih aranžmana Fonda i njihovih učinaka. U tom smislu, kako se dostupnost i kvaliteta relevantnih podataka bude razvijala, bit će moguće adekvatno istraživati odnos između (stupnja) provedbe aranžmana Fonda i njegovog mogućeg katalitičkog učinka

odnosno identificirati čimbenike koji su pozitivno korelirani s uspješnom provedbom aranžmana Fonda.

3. Slična ograničenja postoje i u kontekstu podataka o uvjetovanosti u financijskim aranžmanima Fonda. Podaci o broju i vrsti uvjetovanosti u financijskim aranžmanima Fonda mahom su u privatnom vlasništvu različitih inozemnih sveučilišta odnosno njihovih istraživačkih timova te nisu javno dostupni. Spomenute podatke u pojedinim slučajevima kao i one dostupne u postojećoj bazi podataka o praćenju financijskih aranžmana Fonda također karakterizira značajno ograničen obuhvat u prostornom i vremenskom smislu (Dreher i suradnici 2015, Woo 2013) te ih stoga nije bilo moguće uključiti u ovo znanstveno istraživanje. No, kako se kvaliteta i obuhvat podataka budu povećavali bit će moguće istražiti odnos između npr. broja i vrste uvjetovanosti te katalitičkog učinka Fonda vezano uz zemlje CESEE regije.

4. Uz istraživanu temu odnosa između financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnih izravnih investicija, odnosno inozemnog kapitala u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe, također je moguće u budućim znanstvenim radovima istraživati odnos između financijskih aranžmana MMFa te razvojnih pokazatelja (primjerice vezano uz kontekst ekonomskog rasta, dohodovne nejednakosti, siromaštva ili rashoda za zdravstvo i obrazovanje) u Srednjoj i Jugoistočnoj Europi.

8. ZAKLJUČAK

Međunarodni monetarni fond kroz vrijeme se u praksi transformirao iz organizacije primarno usmjerene na tečajnu stabilnost i konvertibilnost u instituciju sa širim rasponom zadataka i odgovornosti, uključujući brigu za adresiranje kriza, makroekonomsku stabilnost te reforme financijskog sustava.

Institucionalni aspekti djelovanja Fonda mogu se promatrati iz perspektive njegove organizacije rada i donošenja odluka, izvora financijskih sredstava za rad te reformi u njegovom upravljanju kao i ključnih organizacijskih funkcija. Organizacija rada odvija se prema utvrđenim pravilima i interakcijama definiranima kompleksnom upravljačkom strukturom koja se odražava i u načinu donošenja odluka. MMF karakterizira ponderirani sustav glasovanja gdje politički i ekonomski snažnije države članice imaju i veće kvote te veći utjecaj pri glasovanju, a glasačka snaga je koncentrirana.

Financijska sredstva omogućuju provođenje nekoncesivnih te koncesivnih financijskih aranžmana Fonda kao i otpis duga za države niske razine dohotka. Izvori financiranja nekoncesivnih financijskih aranžmana prvenstveno su kvote, a zatim i tzv. aranžmani zaduživanja, dok se koncesivni financijski aranžmani kao i otpis duga financiraju kroz doprinose država članica odnosno vlastita sredstva MMFa. Kako bi se učinkovitije adresirale ekonomske krize ali i nerazmjer između ekonomskog značaja i utjecaja zemalja u razvoju, Fond je recentno pokrenuo i niz reformi vezano uz promjenu kvota i posljedičnih glasačkih udjela kao i strukturu Izvršnog odbora.

Samo djelovanje Fonda ostvaruje se kroz tri ključne funkcije – nadzor, tehničku pomoć i edukaciju te financijske aranžmane, kojima je ujedno posvećena posebna pozornost jer su posebice relevantni za ovo znanstveno istraživanje. Financijski aranžmani Fonda predstavljaju proces u kojem dva ključna aktera (MMF i zemlja korisnica) provode niz aktivnosti, često iterativnog karaktera, a moguće ga je podijeliti u šest faza. Nadalje, kako kod koncesivnih tako i nekoncesivnih financijskih aranžmana Fonda moguće je identificirati različite tipove.

Države obično sklapaju financijske aranžmane s Fondom kada više nisu u mogućnosti trajno financirati deficite na tekućem računu platne bilance priljevima inozemnog kapitala. Put prema ovakvim okolnostima može biti povezan s

događanjima kako na tekućem tako i na financijskom računu platne bilance, te se može temeljiti na egzogenima i(li) endogenim faktorima. Ovakva situacija rezultira potrebom adresiranja platnobilančnih ranjivosti. To je moguće postići povećanjem priljeva inozemnog kapitala, smanjenjem deficita na tekućem računu platne bilance na razinu konzistentnu s postojećim priljevima inozemnog kapitala ili kombinacijom ovih dvaju pristupa. Tu su moguća 3 smjera djelovanja: upravljanje agregatnom potražnjom, strukturne reforme za jačanje agregatne ponude te pokušaj kataliziranja kapitalnih tijekova. No, svi se oni susreću s izazovima u političko-ekonomskoj realnosti. U ovakvim okolnostima odgovarajuća „injekcija“ inozemne likvidnosti može smanjiti pritisak vezan uz postojeća snažna ograničenja u eksternom financiranju te osigurati vrijeme potrebno za provedbu potrebnih ekonomskih promjena, posebice u strukturnom smislu. MMF se stoga najčešće povezuje s financijskim aranžmanima koji državama pogođenim krizom trebaju omogućiti prijeko potrebnu inozemnu likvidnost ali i potaknuti ekonomsku prilagodbu. MMF dijelom osigurava potrebnu likvidnost izravno, no uvjetovani financijski aranžmani osmišljeni su s namjerom i pretpostavkom priljeva i drugih vrsta kapitala odnosno investitora u države korisnice.

Naime, od kraja 1970ih godina do danas, ovisno o okolnostima i ograničenjima političko-ekonomske prirode, Fond s promjenjivim naglaskom kontinuirano zastupa stav o katalitičkom učinku svojih aranžmana. Ovaj koncept implicira da sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda pojačava spremnost inozemnih investitora ulaganju u državu primateljicu aranžmana. Pritom se spomenuta spremnost može indirektno operacionalizirati te promatrati kroz priljev inozemnog kapitala (primjerice inozemnih izravnih investicija).

Moguće je da je takav službeni stav Fonda proizašao više iz institucionalnih potreba i ambicija u kontekstu ograničenja i pritisaka globalne ekonomije i društva, nego iz temeljnih uvjerenja dužnosnika i ekonomista Fonda o svrhovitosti djelovanja aranžmana u smislu privlačenja inozemnog kapitala. Naime, u uvjetima financijske liberalizacije i globalizacije te sve snažnije mobilnosti kapitala, adresiranje platnobilančnih pritisaka vrlo je izazovno. Uz postavku potpune konvertibilnosti financijskog računa platne bilance, mnogo je kompleksnije precizno utvrditi potrebe za vanjskim financiranjem. Mogućnost povlačenja inozemnog kapitala (prisutnog u obliku tekućih eksternih obveza), ali i imovine rezidenata koji u kriznim uvjetima nastoje konvertirati svoju imovinu u inozemnu valutu i plasirati je u inozemstvo,

pojačava pritiske i potrebe za eksternim financiranjem. U takvim okolnostima financijska sredstva Fonda u odnosu na potencijalne potrebe za financiranjem zemalja korisnica su ograničena. U tom slučaju pojam i postojanje katalitičkog učinka Fonda nameće se kao spasonosan koncept i za sam Fond jer legitimizira njegovo postojanje i djelovanje usprkos spomenutim ograničenjima.

Takva interpretacija komplementarna je nalazima malobrojnih znanstvenih rasprava apstraktne prirode koji ukazuju na nepostojanje jednoznačnog odnosa između financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnog kapitala, s obzirom da je u njima moguće identificirati argumente za i protiv postojanja katalitičkog učinka. U tom smislu u ekonomskoj znanosti recentno se oblikovao konsenzus prema kojem je odnos između financijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnih izravnih investicija prvenstveno empirijsko pitanje te ga je potrebno adresirati na empirijskoj razini.

Dosadašnja empirijska istraživanja na globalnoj razini (trenutno nema javno dostupnih znanstvenih istraživanja vezano uz CESEE regiju), indiciraju kako ne postoje jednoznačni zaključci vezano uz rezultate istraživanja na temu utjecaja financijskih aranžmana MMFa na inozemne kapitalne priljeve (uključujući FDI). Naime, teško je razlučiti općenito prisutne i snažne trendove u tom smislu. Manjak jednoznačnih rezultata u empirijskim istraživanjima na ovu temu ukazuje na potrebu njenog dubljeg izučavanja. Stoga je uz mjerenje katalitičkog učinka u pojedinom uzorku važno pokušati i identificirati okolnosti u kojima je on više (ili manje) izgledan. Ovo istraživanje tako je adresiralo pitanja postoji li katalitički učinak Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija u CESEE regiji te ukoliko je to slučaj koji su neki od čimbenika koji mu mogu doprinijeti. Znanstveno utemeljen odgovor na ova pitanja iziskuje upotrebu odgovarajuće ekonometrijske metodologije, što je uključivalo korištenje modela tretmanskog efekta.

Rezultati prve faze ekonometrijskog istraživanja ukazuju da cjelokupni financijski aranžmani MMFa u promatranom razdoblju za promatranu skupinu država, u prosjeku dovode do pozitivnog i statistički značajnog povećanja priljeva inozemnih izravnih investicija (katalitički učinak). U drugoj fazi ekonometrijskog istraživanja, zasebna procjena katalitičkog učinka za svaki od osnovnih triju tipova financijskih aranžmana Fonda u CESEE regiji ukazuje na sljedeće - Kod onih tipova aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama impliciraju visoku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na gospodarske promjene i snažan utjecaj Fonda u

tom smislu (SBA), dolazi do pozitivnog katalitičkog učinka. Kod onih tipova financijskih aranžmana koji po svojoj strukturi i karakteristikama impliciraju nisku razinu kredibilnog obvezivanja zemlje primateljice na ekonomske promjene odnosno slab utjecaj MMFa u tom smislu (ECF), dolazi do negativnog katalitičkog učinka tj. smanjenog priljeva inozemnih izravnih investicija. Kod onog tipa financijskih aranžmana koji imaju tzv. miješane karakteristike (EFF), katalitički učinak je također negativan. Ovakvi rezultati ukazuju stoga na značaj dvaju čimbenika - 1) kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene odnosno 2) utjecaja MMFa u tom smislu - koji mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Nalaze istraživanja korisno je produbiti i studijama slučaja koje mogu pokazati, uz nužne metodološke kvalifikacije i „ograde“, jesu li implikacije rezultata ekonometrijskog istraživanja izračunatih upotrebom modela tretmanskog efekta koji identificira promatrane katalitičke učinke na razini cjelokupnog uzorka, primjenjive i na razini pojedinačne zemlje. Ovdje je tako moguće oblikovati različite postavke spomenutih dvaju čimbenika, te na razini pojedinačne zemlje i relevantnog razdoblja promatrati njihovu ulogu u smislu jačanja pozitivne percepcije inozemnih izravnih investitora, posvećujući posebnu pozornost konkretnom političko-ekonomskom aspektu promatrane pojavnosti.

Tako primjer Bugarske ilustrira postavku prema kojoj čak i ako zemlja nema reputaciju kredibilnog provođenja reformi, u okolnostima gdje može pokazati dovoljno snažnu pozitivnu promjenu u razini kredibilne predanosti reformama, odnosno gdje Fond može stvoriti dovoljno snažan poticaj za zemlju korisnicu da se kredibilno obveže na provedbu reformi, može doći do jačanja priljeva FDI.

Studija slučaja Poljske ilustrira kako u okolnostima u kojima zemlja korisnica ima reputaciju provedbe reformi, može koristiti Fond kao instrument vanjskog pritiska koji će joj pomoći u snaženju daljnje kredibilne predanosti reformama i jačanju reputacije, te može doći do jačanja priljeva FDI.

Nadalje, studija slučaja Latvije pokazuje kako u okolnostima u kojima zemlja ulazi u financijski aranžman s Fondom, te (u pojedinom aspektu ekonomske politike) ne djeluje nužno u smjeru poticaja Fonda, no bez obzira na to ima snažnu kredibilnost predanosti reformama, može doći do jačanja priljeva FDI.

Postoji i primjer koji ukazuje na moguća ograničenja u korištenju financijskih aranžmana Fonda za poboljšanje percepcije inozemnih investitora. Tako npr. zemlja može otvoreno odbiti financijski aranžman Fonda te u određenim aspektima odbaciti mjere ekonomske politike koje on zastupa. No, to ne znači nužno da će inozemni izravni investitori kazniti zemlju trajnim odljevom inozemnog kapitala. Ovakva situacija u pojedinačnoj zemlji u djelomičnom je raskoraku s očekivanjima temeljem rezultata ekonometrijskog istraživanja za cjelokupne zemlje regije. Takve okolnosti ilustriraju se kroz studiju slučaja Mađarske.

Općenito uzevši, u doktorskom radu znanstvenim metodama dokazana je temeljna hipoteza prema kojoj, u cjelini uzevši, financijski aranžmani s MMFom u prosjeku dovode do povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u zemljama regije Srednje i Jugoistočne Europe. Pritom, kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te utjecaj MMFa u tom smislu mogu pozitivno djelovati na katalitički učinak.

Međutim, ovakve površinske nalaze karakterizira višeznačnost i kompleksnost te posljedična potreba za nijansiranim pristupom u interpretiranju rezultata i oblikovanju njihovih implikacija i posljedica:

Kao prvo, rezultati prve faze ekonometrijskog istraživanja koji ukazuju na agregatno postojanje katalitičkog učinka Fonda mogu pomoći u objašnjavanju zbog čega su vlade zemalja CESEE regije bile spremne sudjelovati u financijskim aranžmanima Fonda usprkos različitim mišljenjima i kontroverzama vezanim uz programe MMFa te zbog čega im je bila važna pozitivna potvrda (*seal of approval*) Fonda. Rezultati također impliciraju da postoji praktična mogućnost za nositelje ekonomske politike u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe za korištenje Fonda kao instrumenta za poboljšanje percepcije inozemnih investitora.

Međutim, postoje i razlozi zbog čega bi nositelji ekonomske politike trebali biti oprezni prilikom donošenja odluka vezano uz angažman MMFa u ovom kontekstu. Kao prvo, važno je ne poopćavati – ovi rezultati odnose se na konkretnu skupinu zemalja u promatranom vremenskom razdoblju te se također fokusiraju na priljev inozemnih izravnih investicija za razliku od ostalih tipova inozemnog kapitala. Nadalje, nepostojanje konsenzusa vezano uz argumente za i protiv postojanja katalitičkog učinka Fonda kao i empirijski rezultati na globalnoj razini indiciraju da katalitički učinak Fonda ne može biti smatran univerzalnom te uvijek prisutnom

pojavnošću. Ipak, kao što je vidljivo iz znanstvenih istraživanja prisutan je i značajan u pojedinim slučajevima. Stoga je važno tamo gdje se pokaže njegova prisutnost otići i korak dalje u znanstvenom istraživanju te pokušati identificirati okolnosti koje doprinose njegovom postojanju.

Rezultati druge faze ekonometrijskog istraživanja tako neizravno naznačuju da ono što je inozemnim izravnim investitorima ključno jest perspektiva gospodarskih promjena u zemlji. Tamo gdje mogu stvoriti pozitivna očekivanja vezano uz provedbu gospodarskih promjena u budućnosti slijedom kredibilnog obvezivanja zemalja korisnica odnosno utjecaja Fonda u tom smislu, katalitički učinak je pozitivan. Ondje gdje to nije tako, katalitički učinak je negativan.

Općenito uzevši, sveukupni rezultati istraživanja pokazuju da postoje slučajevi u kojima je međunarodne institucije (tj. MMF) moguće koristiti kao instrument vanjskog pritiska, u smislu jačanja pozitivne percepcije inozemnih izravnih investitora. No, isto tako ukazuju da Međunarodni monetarni fond, odnosno sudjelovanje u financijskim aranžmanima s Fondom ne može automatski samo po sebi povećati priljev inozemnih izravnih investicija poput „čarobnog štapića“. Nalazi impliciraju da ono što je važno za katalitički učinak jest (percepcija) predanosti zemlje gospodarskim promjenama. Nositelji ekonomske politike se stoga mogu odlučiti za sudjelovanje u financijskim aranžmanima Fonda kako bi ojačali reputaciju predanosti gospodarskim promjenama u zemlji odnosno poboljšali percepciju inozemnih investitora, no također se mogu odlučiti stvarati ovakvu reputaciju i samostalno tj. bez MMFa (kao što je vidljivo iz studija slučaja uključujući i onu za Hrvatsku gdje su ograničenja u postojanju odgovarajuće znanstvene podloge rezultirala *sui generis* prirodom samog poglavlja).

Višeznačnosti i kompleksnosti nalaza doprinosi i sljedeća činjenica - prema Statutu MMFa adresiranje platnobilančnih ranjivosti putem financijskih aranžmana jedna je od primarnih funkcija Fonda. Pritom je važno uzeti u obzir da, iako inozemne izravne investicije (kao podskup priljeva inozemnog kapitala putem financijskog računa platne bilance) mogu biti pozitivno percipirane kao jedan od načina financiranja deficita na tekućem računu platne bilance, u duljem roku mogu negativno djelovati na spomenuti deficit.

Nadalje, rezultati ovog istraživanja ukazuju da financijske aranžmane Fonda kao i njihove učinke u zemljama korisnicama određuju ekonomske te političko-

institucionalne značajke. One su različite za različite zemlje, ali se mijenjaju kroz vrijeme i u istoj zemlji. Nositelji ekonomske politike trebaju uzeti u obzir sve navedene aspekte kako bi bili u mogućnosti informirano i kvalitetno donositi odluke s većom vjerojatnosti uspješne realizacije.

Uz navedeno, odluke o (ne)sudjelovanju u financijskim aranžmanima MMFa nužno iziskuju vrijednosne sudove nositelja ekonomske politike. Uz spomenute ekonomske i političko-institucionalne značajke pojedine zemlje, vrijednosni sudovi su „obojani“ i interpretacijom društva odnosno nositelja ekonomske politike vezano uz stav o uzrocima krize odnosno adekvatnim načinima njenog adresiranja. Stoga jedna ekonomska pojavnost može rezultirati različitim odgovorima ekonomske politike u različitim državama. To je vidljivo i iz studija slučaja u ovom istraživanju: Tako je recentna kriza u Europskoj uniji dovela do dvaju različitih političko-ekonomskih reakcija u Latviji odnosno Mađarskoj. S jedne strane, u Latviji su nositelji ekonomske politike percipirali kako je kriza pokazala da međunarodna financijska i ekonomska integracija Latvije odnosno međusobna povezanost u tom smislu iziskuju još snažniju potrebu za tržišnim pristupom ekonomskoj politici odnosno povećanu ekonomsku i političku integraciju s ostatkom EU (ulazak u monetarnu uniju). S druge strane, u Mađarskoj je spomenuta ekonomska kriza naišla na drukčiji odgovor. Financijska i trgovinska otvorenost Mađarske i njena međunarodna integracija, prethodno interpretirane u društvu kao izvor nacionalnog ponosa i snage, sada su percipirane kao karakteristike koje su je i učinile vrlo ranjivom na širenje negativnih posljedica globalne krize. K tome, prociklična ekonomska politika koju su zastupale međunarodne institucije poput MMFa i EU također je ojačala negativnu percepciju. Odgovor Mađarske bio je selektivni odmak od dominantnog modela tržišnog pristupa te jačanja ekonomsko-političke integracije (odlaganje ulaska u monetarnu uniju do daljnjeg). (Dihotomija slične prirode vezano uz stavove o uzrocima kriza i odgovarajućim načinima njihovog adresiranja vidljiva je i u primjeru Hrvatske).

U tom smislu, Europska unija mogla bi značajno utjecati na percepciju i odluke društva i nositelja ekonomske politike kako u državama članicama tako i državama kandidatkinjama u CESEE regiji, razvijanjem odnosno nuđenjem uvjerljivog modela (rasta i) adresiranja ekonomskih kriza. Dosadašnja rješenja (temeljena između ostalog na Agendi Europa 2020 kao i Paktu o stabilnosti i rastu) nisu se pokazala posve adekvatnima, a vrijeme će pokazati hoće li trenutna rješenja koja se postupno

razvijaju (reforme ekonomskog upravljanja uključujući naglasak na Europskom semestru te modificirane odnosno novorazvijene procedure prekomjernog deficita te makroekonomskih neravnoteža) kao i reforme koje će se tek razvijati posebice pod utjecajem rezultata „Brexit“ referenduma, iznjedriti uvjerljiva rješenja.

Za jačanje uvjerljivosti adresiranja kriza također je potrebna provedba reformi u upravljanju i djelovanju MMFa. U tom smislu primjetne su promjene u službenoj retorici MMFa kojima se u određenoj mjeri kritički propituju pojedine postavke neoliberalnog modela, no karakterizira ih prvenstveno evolucijski (za razliku od revolucijskog) karaktera. K tome, primjeri iz prakse ukazuju na odmak između retorike i realnosti operativnog djelovanja Fonda gdje još uvijek ne postoji snažniji pomak od dosadašnjeg modusa djelovanja koji može imati negativan utjecaj u društveno-razvojnom smislu.

Temeljem svega do sada navedenog, rezultati rada u širem smislu indiciraju sljedeće – iako financijski aranžmani Fonda mogu za pojedine uzorke i u određenim okolnostima dovesti do pojačanog priljeva inozemnog kapitala (tj. inozemnih izravnih investicija), nositelji ekonomske politike u potencijalnim zemljama-korisnicama trebaju pažljivo razmotriti političko-ekonomske koristi i troškove ovakvog koraka, kritički prosuđujući pritom ne samo potencijalni makro-financijski već i društveno-razvojni aspekt ovakvih aranžmana.

Manjak jednoznačnih rezultata znanstvenih istraživanja o Fondu upućuje na potrebu za oprezom i kontinuiranim kritičkim propitivanjem mehanizama djelovanja kao i učinaka financijskih aranžmana Fonda. Pritom bi trebali biti vođeni ne prvenstveno ideologijom već znanstvenim i empirijskim dokazima o koristima i troškovima pojedinačnih pristupa ekonomskoj politici te adresiranju ekonomskih ranjivosti u gospodarstvu. U tom procesu od ključne je važnosti jačati sposobnost razumijevanja kompleksnih ekonomskih, političkih, ali i društvenih procesa, kako u zemlji tako i u međunarodnom okružju, te sukladno tome razvijati modalitete prilagođavanja i traženja optimalne ekonomske ali i društveno-političke pozicije zemlje u ovom kontekstu.

LITERATURA

1. KNJIGE

1) Akerloff, G, Schiller, R 2009, *Animal Spirits – how human psychology drives the economy*, and why it matters for global capitalism, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
2) Angrist, J, Pischke, JS 2008, *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*, Princeton University Press, Princeton.
3) Aslund, A, Dombrovskis, V 2011, *How Latvia Came through Financial Crisis, Peterson* Institute for International Economics, Washington DC.
4) Bahovec, V, Erjavec, N 2009, *Uvod u ekonometrijsku analizu*, Element, Zagreb.
5) Bakker, B, Klingen, K (eds.) 2012, *How Emerging Europe Came through 2008/09 Crisis,* International Monetary Fund, Washington DC.
6) Baum, C 2006, *An Introduction to Modern Econometrics Using Stata*, Stata Press, College Station, Texas.
7) Bartlett, Will 2003, *Croatia: Between Europe and the Balkans*, Routledge, London.
8) Biljan-August, M, Pivac, S, Štambuk, A 2009, *Statistička analiza u ekonomiji*, Udžbenici Sveučilišta u Rijeci, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka.
9) Biljan-August, M, Pivac, S, Štambuk, A 2009, *Uporaba statistike u ekonomiji*, Udžbenici Sveučilišta u Rijeci, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka.
10) Bird, G, Rowlands, D 2016, *The International Monetary Fund: Distinguishing Reality from Rhetoric,* Edward Elgar , Northampton, MA.
11) Blanchard, O 2005, *Makroekonomija*, MATE, Zagreb.
12) Borner, S, Brunetti, A, Weber, B 1995, *Political Credibility and Economic Development*, St. Martin's Press, New York.
13) Borozan, Đ 2006, *Makroekonomija*, 2. Izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek.
14) Cameron, A C, Trivedi P 2005, *Microeconometrics: Methods and Applications*, Cambridge University Press, New York.
15) Caprio, G Jr (ed.) 2013, *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, Elsevier, New York.
16) Copelovitch, M 2010, *The International Monetary Fund in the Global Economy: Banks, Bonds, and Bailouts*, Cambridge University Press, Cambridge.
17) De Vries, MG 1986, *The IMF in a changing world 1945-1985*, International Monetary Fund, Washington DC.
18) Eckes, A 2011, *The Contemporary Global Economy – a history since 1980*, Willey Blackwell, Oxford.
19) Eichengreen, B 2008, *Globalizing Capital: A history of the international monetary system*, Princeton University Press, Princeton New Jersey.
20) Elson, A 2012, *Governing Global Finance – the evolution and reform of the international financial architecture*, Palgrave Macmillan, New York.
21) Estrin, S, Richet, X, Brada, J 2000, *Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: Case Studies of Firms in Transition*, ME Sharpe, London.
22) Greene, W 2012, *Econometric Analysis*, 7th edition, Pearson Prentice Hall, New Jersey.
23) Guo, S, Fraser, M 2010, Propensity Score Analysis – statistical methods and applications, Sage Publications, New York.
24) Ietto-Gillies 2005, Transnational corporations and International Production: concepts, Theories and Effects, Edward Elgar Publishing, London.

25) Ietto-Gillies, G 2012, Transnational Corporations and International Production: Concepts, Theories and Effects, Edward Elgar Publishsing, London.
26) International Monetary Fund 2009, *Balance of Payments Manual*, sixth edition, International Monetary Fund, Washington DC.
27) Isard, P 2005, *Globalization and the International Financial System – What is Wrong and What Can Be Done*, Cambridge University Press, New York.
28) James, H 1996, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Oxford University Press, New York,
29) Jensen NM 2006, *Nation-States and the Multinational Corporation – A Political Economy of Foreign Direct Investment*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
30) Jones, A 2007, *Applied Econometrics for Health Economists – A Practical Guide*, Radcliffe Publishing, London.
31) Joyce, J 2013, *The IMF and Global Financial Crisis. Phoenix Rising*?, Cambridge University Press, New York.
32) Killick, T 1995, *IMF Programmes in Developing Countries - Design and Impact*, Routledge, London.
33) Knoop, T 2008, *Modern Financial Macroeconomics – Panics, Crashes and Crises*, Blackwell Publishing, Oxford.
34) Kotz, D 2015, *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Harvard University Press, New York.
35) Krugman, P 2008, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Penguin Books, London.
36) Krugman, P, Obstfeld, M, Melitz, M 2012, *International Economics*, Prentice Hall, New York.
37) Maddala, G S 1983, *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Economics*, Cambridge University Press, New York.
38) Mankiw, G 2003, *Macroeconomics*, fifth edition, Worth Publishers, New York.
39) Medić, Đ, Radošević, D (eds.) 2010, *Politička ekonomija post-tranzicijskih zemalja*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb.
40) O'Brien, Williams, M 2007, *Global Political Economy – Evolution and Dynamics*, Palgrave Macmillan, London.
41) Ravenhill, J 2011, *Global Political Economy*, third edition, Oxford University Press, Oxford.
42) Razin A, Sadka E 2007, *Foreign direct investment: analysis of aggregate flows*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
43) Reinhart, C, Rogoff, K 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
44) Roman, S 2004, Introduction to the mathematics of finance: from risk management to options pricing, Springer, New York.
45) Roubini, N, Mihm, S 2010, *Crisis Economics*, Allen Lane, London.
46) Schwartz, H 2010, „States versus Markets-the Emergence of a Global Economy, 3rd edition, Palgrave Macmillan, London.
47) Stata Corp 2012, *Stata Base Reference Manual*, Stata Press Publication, College Station, Texas.
48) Stata Corp 2013, *Stata Base Reference Manual*, Stata Press Publication, College Station, Texas.
49) Stock, J, Watson, M 2011, *Introduction to econometrics*, 3rd edition, Prentice Hall, New York.
50) Stiglitz, J 2003, *Globalization and Its Discontents*, W. W. Norton, New York.
51) Stone, R 2002, *Lending Credibility: The IMF and the Post-Communist Transition*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

52) Sundać, D, Nikolovska, N 2001, *Globalization and Economic Downfall of Countries in Transition*, IBCC, Rijeka.
53) Sundać, D, Rupnik, V 2005, *Dominacija kapitala=klopka čovječanstvu*, IBCC, Rijeka.
54) Tirole, J 2002, *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
55) Van den Berg 2010, *International Finance and Open-Economy Macroeconomics – theory, history, and policy*, World Scientific, London.
56) Vreeland, JR 2003, The IMF and Economic Development, Cambridge University Press, Cambridge.
57) Vreeland, JR 2007, *The International Monetary Fund - Politics of Conditional Lending*, Routledge, New York.
58) Wooldridge J 2010, *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*, second edition, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
59) Wooldridge J, 2009, *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 4th edition, South-Western Cengage Learning, Mason, Ohio.
60) Zelenika, R 2000, *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela*, četvrto izdanje, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka.

2. ČLANCI, RASPRAVE, PRIOPĆENJA SA SAVJETOVANJA, STUDIJE

61) Abouharb, MR, Cingranelli, DL 2009, "IMF programmes and human rights, 1981-2003", *Review of International Organizations*, vol. 4, no.1, pp. 47-72.
62) Agenor, P 1998, "The Surge in Capital Flows: Analysis of pull and push factors", *International Journal of Finance and Economics*, no, 3, pp. 39-57.
63) Ahmed, F, Arezki, R, Funke, N 2005, "The Composition of Capital Flows: Is South Africa Different?", *International Monetary Fund Working Paper*, no. 05/40, International Monetary Fund, Washington D.C.
64) Albuquerque, R, Loyza, N, Serven, L 2002, "World Market Integration through the Lens of Foreign Direct Investors", *Journal of International Economics*, vol. 66, no. 2, pp. 267-295.
65) Alfaro, L, Chanda, A, Kalemli-Oczan, S, Sayek, S 2004, „FDI and economic growth: the role of local financial markets", *Journal of International Economics*, 64, pp. 89-112.
66) Amaya CA, Rowland, P 2004, "Determinants of Investment Flows into Emerging Markets," *Borradores de Economia no. 313*, Banco de la Republica de Colombia, Bogota.
67) Andersen, TB, Harr, T, Tarp, F 2006, "On US politics and IMF lending", *European Economic Review*, vol. 50, pp. 1843-1862.
68) Arabaci, M, Ecer, S 2014, "The IMF and the Catalytic Effect: Do IMF Agreements Improve Access of Emerging Economices to International Financial Markets?", *World Econnmy*, vol. 37, no. 11, pp.1575-1588.
69) Arbatli, E 2011, "Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economies", *IMF Working Paper* 11/92.
70) Arpac, O, Bird, G, Mandilaras, A 2008, "Stop Interrupting: An Empirical Analysis of the Implementation of IMF Programs", *World Development*, vol. 36, no. 9, pp. 1493-1513.
71) Atoyan, R, Conway P, 2006, "Evaluating the impact of IMF programs: A comparison of matching and instrumental-variable estimators", *Review of International Organizations*, Springer, vol. 1(2), pages 99-124,.
72) Babb, S 2013, „The Washington Consensus as transnational policy paradigm: Its origins, trajectory and likely successor, *Review of International Political Economy*, vol. 20, no. 2, pp. 268-297.

73) Babb, S, Chorev, N 2009, The crisis of neoliberalism and the future of international institutions: A comparison of the IMF and the WTO", *Theory and Society*, vol. 38, no. 5, pp. 459-484.
74) Backe, P, Gallago, S, Gardo, S, Martin, R, Mollina, L, Serena, JM 2010, "How did the global financial crisis affect CESEE regiona an Latin America? A comparative analysis", Focus on European Economic Integration, Q1/10, Austrian National Bank, pp. 49-66.
75) Baezer, Q, Woo, B 2011, "Straight-jackets or Smoke-screens? IMF Programs and Economic Reforms in Transition Countries", mimeo.
76) Baldwin RE, Francois, JF, Portes, F 1997, The Costs and Benefits of Eastern Enlargement: the Impact on the EU and Central Europe, *Economic Policy*, vol. 12, no. 24, pp. 125-176.
77) Barro, R. Lee JW 2005, "IMF Programs: Who is Chosen and What Are the Effects?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, pp. 1245-1269.
78) Bas, M, Stone, R 2014, "Adverse Selection and Growth under IMF Programs", *The Review of International Organizations*, vol. 9, no. 1, 1-28.
79) Bauer, M, Cruz, C, Graham, B 2012, "Democracies only: When do IMF agreements serve as a seal of approval?", *The Review of International Organizations*, vol. 7, no. 1, pp. 33-58.
80) Baum, C, Schaffer, M, Stillman, S 2007, "Enhanced routines for instrumental variables/generalized metod of moments estimation and testing", *The Stata Journal*, 7, no. 4, pp. 465-506.
81) Beck, N 2001, "Time-Series-Cross-Section Data: What Have We Learned in the Past Few Years?", Annual Review of Political Science, no. 4, pp.271-293.
82) Beck, N, Katz, J 2004, Time-Series-Cross-Section-Issues: Dynamics, mimeo, http://www.nyu.edu/gsas/dept/politics/faculty/beck/beckkatz.pdf, (12. ožujka 2015).
83) Beck, N, Katz, JN 1995, "What to Do (and Not to Do) with Time-Series Cross-Sectional Data", *American Political Science Review*, no. 89, pp. 634-647.
84) Beck, N, Katz, JN 2011, "Modeling Dynamics in Time-Series-Cross-Section Political Economy Data", Annual Review of Political Science, no.14, pp. 331-352.
85) Beck, T, Laeven, L, 2006, "Resolution of failed banks by deposit insurers: cross-country evidence," *Policy Research Working Paper Series 3920*, The World Bank.
86) Becker, J 2014, "Slovenia, Croatia and Serbia: development models, crises, social protests and the question of alternatives", *METU Studies in Development*, vol. 41, 259-276.
87) Bennelli, R, 2006, "Do IMF-Supported Programs Boost Private Capital Inflows? The Role of Program Size and Policy Adjustment", in Mody, A, Rebucci, A, (eds), IMF-Supported Programs: Recent Staff Research, International Monetary Fund, Washington D.C.
88) Berger, H, de Haan J, Sturm, JE 2005, "Which Variables Explain Decisions on IMF Credit? An Extreme Bounds Analysis", *Thurgauer Wirtschaft Institut Research Paper Series*, no. 13, July 2005.
89) Bevan, A, Estrin, S 2004, "The determinants of foreign direct investment into European transition economies", *Journal of Comparative Economics*, no. 32, pp. 775-787.
90) Bićanić, I 2001, "Croatia", *Southeast European and Black Sea Studies,* vol. 1 , no. 1, pp. 158-173.
91) Biglaiser, G., De Rouen K, 2010, "The Effects of IMF Programs on U.S. Foreign Direct Investment in the Developing World," *Review of International Organizations*, Vol. 5, pp. 73-95.
92) Bird, G 2007, "The IMF: A bird's eye view of its role and operations", *Journal of Economic Surveys*, vol. 21, no. 4, pp. 683-745.
93) Bird, G 2009, "Reforming IMF Conditionality", *World Economics*, vol. 10, no. 3, July-September, pp. 81-104.
94) Bird, G, Mori, A, Rowlands, D, 2000, "Do the Multilaterals Catalyse Other Capital Flows? A Case Study Analysis', *Third World Quarterly*, vol. 21, no. 3, pp. 483–503.

95) Bird, G, Orme, T, 1981, “An Analysis of Drawings on the International Monetary Fund by Developing Countries”, World Development, vol. 9, no. 6, 563-568.
96) Bird, G, Rowlands, D 1997, “The Catalytic Effect of Lending by the International Financial Institutions”, *The World Economy*, vol. 20, no. 7, pp. 967-991.
97) Bird, G, Rowlands, D 2000, “The catalysing role of policy-based lending by the IMF and the World Bank: fact of fiction?”, Journal of International Development, vol. 12, pp. 951-973.
98) Bird, G, Rowlands, D 2001, “Catalysis or Direct Borrowing: The Role of the IMF in Mobilising Private Capital”, Surrey Centre for International Economic Studies, Blackwell Publishers, Oxford.
99) Bird, G, Rowlands, D 2001, “IMF lending: how is it affected by economic, political and institutional factors?”, P*Journal of Policy Reform*, vol. 4, pp. 223-271.
100) Bird, G, Rowlands, D 2002, “Do IMF programmes have catalytic effect on other international capital flows?”, Oxford Development Studies, vol. 30, no. 3, pp. 229-249.
101) Bird, G, Rowlands, D 2004, “Does the IMF Perform a Catalytic Role? And What If It Doesn’t?”, *World Economics*, vol. 5, no. 1, pp. 117-132.
102) Bird, G, Rowlands, D 2004, “Financing Balance of Payment Adjustment: Options in Light of the Elusive Catalytic Effect of IMF Lending”, *Comparative Economic Studies*, no. 46, pp.468-486.
103) Bird, G, Rowlands, D 2008, “Catalysing private capital flows and IMF programs: some remaining questions”, Journal of Economic Policy Reform, vol. 11, no. 1, pp. 37-43.
104) Bird, G, Rowlands, D 2009, “A disaggregated empirical analysis of the determinants of IMF arrangements: does one model fit all?”, *Journal of International Development*, vol. 21, pp. 915-931.
105) Bird, G, Rowlands, D 2009, “The IMF’s role in mobilizing private capital flows: are there grounds for catalytic conversion?”, *Applied Economics Letters*, vol. 16, no. 17, pp.1705-1709.
106) Blanchard, O 2009, “The crisis: basic mechanisms and appropriate policies”, *IMF Working Papers*, 09/80, International Monetary Fund, Washington DC.
107) Blanchard, O, Griffiths, M, Gruss B 2013, “Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis”, *Brookings Papers on Economic Activity,* Fall 2013, pp. 325-371.
108) Blomstrom, M, Kokko, A 1997, „Multinational corporations and spillovers“, *Journal of economic surveys,* 12 (3), pp. 247-277.
109) Bloomberg S, Broz JL 2007, “The Political Economy of IMF Voting Power and Quotas”, https://ssrn.com/abstract=1080316, (17. prosinca 2013.)
110) Bockmann, B, Dreher, A 2003, “The contribution of the IMF and the World Bank to economic freedom”, *European Journal of Political Economy*, vol. 19, no. 3, pp. 633-649.
111) Bordo, M, James, H 2000, “The International Monetary Fund: Its Present Role in Historical Perspective”, *NBER Working Paper Series*, no. 7724.
112) Bordo, M, Mody, A, Oomes, N 2004, “ Keeping capital flowing; the role of the IMF”, *IMF Working Paper*, no. 04/197, International Monetary Fund, Washington D.C.
113) Botirć, V, Škuflić, L 2006, “Main determinants of Foreign Direct Investment in the Southeast European Countries”, Transition Studies Review, vol.13, no. 2, Springer-Verlag, pp. 359-377.
114) Boughton, J 2004, “The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution”, *IMF Working Paper*, no. 04/75, International Monetary Fund, Washington D.C.
115) Brandes, J, Schule T 2008, “IMF’s Assistance: Devil’s Kiss or Guardian Angel?”, *Journal of Economics*, vol. 94, no.1, pp. 63-86.
116) Breen, M 2012, “IMF conditionality and the economic exposure of its shareholders”, *European Journal of International Relations,* pp. 1-21.

117) Brune, N, Garrett, G, Kogut, B 2004, "The International Monetary Fund and Global Spread of Privatization", *IMF Staff Working Paper*, vol. 51, no. 2, International Monetary Fund, Washington, D.C.
118) Buira, A 2003, "An Analysis of IMF Conditionality", G-24 Discussion Paper Series, no. 22, United Nations Conference on Trade and Development, Geneva.
119) Byrne, J, Fiess, N 2011, "International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants", Byrne, Joseph P. and Fiess, Norbert, 2011, *SIRE Discussion Papers* 2011-03, Scottish Institute for Research in Economics (SIRE).
120) Calvo, G, Leiderman L, Reinhart, C 1993, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, no. 1, pp. 108-151.
121) Calvo, L, Leiderman, L, Reinhart, C 1996, "Inflows of Capital to Developing Countries in 1990s: Causes and Effects", Journal of Economic Perspectives, vol. 10, pp. 123-129.
122) Campos, N, Kinoshita Y 2002, "The location determinants of foreign direct investment in transition economies", http://project.iss.u-tokyo.ac.jp/nakagawa/members/papers/3(9)kinoshita.final.pdf (4. ožujka 2014.)
123) Campos, N, Kinoshita, Y 2008, "Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America", *William Davidson Institute Working Paper*, no. 906.
124) Carlson M, Hernandez, L 2002, "Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows", *International Monetary Fund Working Paper*, no. 02/86, International Monetary Fund, Washington D.C.
125) Cheibub, JA, Gandhi, J, Vreeland JR 2010, "Democracy and Dictatorship Revisited", *Public Choice*, vol. 143, no. 1-2, pp. 67-101.
126) Chen, Z, Khan, MS 1997, "Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective", *IMF Working Paper*, no. 97/13, International Monetary Fund.
127) Chiewroth, J 2005, "US policy, IMF financing agreements, and the coercive diffusion of capital account liberalization to emerging markets", EUI Working Paper RSCAS no. 2005/6.
128) Collier, P, Gunning, JW 1999, "The IMF's role in structural adjustment", *Oxford Working Paper Series*, no. 99-18.
129) Conway, P 1994, "IMF Lending Programs: Participation and Impact", *Journal of Development Economics*, no. 45, 365-391.
130) Conway, P 2006, "The International Monetary Fund in a Time of Crisis", Journal of Economic Literature, vol. 40, no. 1, pp. 114-141.
131) Copelovitch, M 2010, "Master or Servant? Common Agency and the Political Economy of IMF Lending", *International Studies Quarterly*, vol. 54, pp. 49-77.
132) Cornelius, P 1987, "The Demand for IMF Credits by Sub-Saharan African Countries", *Economics Letters*, no. 23, 99-102.
133) Corsetti, G, Guimaraes, B, Roubini, N 2006, "International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance", Journal of Monetary Economics, vol. 53, no.3, pp.
134) Dabla-Norris, E, Honda, J, Lahreche , A, Verdies, G 2010, "FDI Flows to Low-Income Countries: Global Drivers and Growth Implications", *IMF Working Papers*, 10/2, IMF, Washington.
135) Dabla-Norris, E, Honda, J, Lahreche, A, Verdies, G 2010, "FDI Flows to Low-Income Countries: Global Drivers and Growth Implications", *International Monetary Fund Working Paper,* no. 10/132, International Monetary Fund, Washington D. C.
136) De Gregorio, J, Eichengreen, B, Takatoshi, I, Wyplosz 1999, "An Independent and Accountable IMF", *Geneva Reports on the World Economy*, no. 1, Geneva.
137) De Mello, L 1997, „FDI in developing countries and growth: A selective survey", *Journal of Development Studies*, vol. 29, no. 1, pp. 9-19.

138) Deutsche Bundesbank, “The International Monetary Fund in a changed global environment”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, September 2012.
139) Dhonte, P 1997, „Conditionality as an Instrument of Borrower Credibility“, *IMF Papers on Policy Analysis and Assessment*, no. 97/2, International Monetary Fund, Washington D.C.
140) Di Tella, R, Abdelal, R, Kindred, N 2012, “Latvia: Navigating the Strait of Messina”, *Harvard Business School Case Studies*, no. N)-711-053.
141) Diaz-Cassou, J, Garcia-Herrero, A, Molina, L 2006, “What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?”, *Documentos de Trabajo*, no. 0617, Banco de Espana, Madrid.
142) Dicks-Mireaux, L, Mecagni, M, Schadler, S 2000, „Evaluating the effect of IMF lending to low-income countries“, Journal of Development Economics, vol. 61, pp. 495–526
143) Djankov, S 2015, “Hungary under Orbán: Can Central Planning Revive Its Economy?“, *Peterson Institue for International Economics Policy Brief, no. PB15-11, Washington D.C.*
144) Drazen, A 2002, “Conditionality and ownership in IMF lending: a political economy approach”, *IMF Staff Papers*, no. 49, pp. 36-67.
145) Dreher, A 2004, The IMF and Economic Growth, World Development, vol. 34, no. 5., 767-788.
146) Dreher, A 2006, “IMF and economic growth: the effects of programs, loans and compliance with conditionality, *World Development*, no. 34, pp. 769-788.
147) Dreher, A 2009, “IMF Conditionality: Theory and Evidence”, *Public Choice*, vol. 141, no. 1-2, pp. 233-267
148) Dreher, A, Jensen, N M 2007, “Independent Actor or Agent? An Empirical Analysis of the Impact of US Interests on IMF Conditions”, *The Journal of Law and Economics*, vol. 50, no. 1, pp. 105-124.
149) Dreher, A, Sturm J E, Vreeland JR 2006, “Does Membership of the UN Security Council Influence IMF Decisions? Evidence from Panel Data”, *CESifo Working Paper Series*, no. 1808.
150) Dreher, A, Sturm JE 2012, “Do the IMF and the World Bank influence voting in the UN General Assembly?“, *Public Choice*, no. 151, pp. 363-397.
151) Dreher, A, Sturm, J E, Vreeland, JR 2015, “Politics and IMF Conditionality”, *Journal of Conflict Resolution*, no. 59, pp. 120-148..
152) Dreher, A, Sturm, JE 2012, “Do the IMF and the World Bank influence voting in the UN General Assembly?”, *Public Choice*, 151, pp. 363-397.
153) Dreher, A, Vaubel, R 2004, “The Causes and Consequences of IMF Conditionality”, *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 40, no. 13, pp. 26-54.
154) Edwards, MS 2005, “Investor Responses to IMF Program Suspensions: Is Noncompliance Costly?”, *Social Science Quarterly*, no. 86, pp. 857-873.
155) Edwards, MS 2006, “Signalling credibility? The IMF and catalytic finance”, *Journal of International Relations and Development*, vol. 9, no. 1, pp. pp. 27-52.
156) EEAG 2012, “Report on European Economy 2012”, CESIfo Institute, Munich
157) Eichengreen, B, Goopta, P, Mody, A 2008, “Sudden Stops and IMF-Supported Programs”, in, Edwards, S, Garcia, M, (eds.), Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, University of Chicago Press, Chicago.
158) Eichengreen, B, Kletzer, K, Mody, A 2006, “The IMF in a world of private capital markets”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, pp. 1335-1357.
159) Eichengreen, B, Mody, A 2001, “Bail Ins, Bailouts, and Borrowing Costs”, *Journal of Econometrics*, vol. 36, pp. 205-230.
160) Eke, B, Kutan, AM 2005, “IMF-supported programmes in transition economies”, *Comparative economic studies*, no. 47, pp. 23-40.

161) Erce, A 2012, “Does the IMF’s Official support Affect Sovereign Bonds Maturities?”, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper no. 128.
162) Estrin, S, Uvalić, M 2013, Foreign direct investment into transition economies: Are the Balkans different?“, *London School of Economics LSE Europe in Question Discussion Paper Series*, no. 64/2013.
163) European Commission, June 2015, “Macroeconomic Imbalances Country Report-Hungary 2015”, *European Economy-Occasional Papers*, no. 220.
164) Evans, K 2002, “Foreign Portfolio and Direct Investment – Complementarity, Differences and Integration”, paper presented at the Global Forum on International Investment-Attracting Foreign Direct Investment for Development, Shanghai, 5-6 December.
165) Fearon, J 1997, “Signaling Foreign Policy Interests: Tying Hands versus Sinking Costs”, *Journal of Conflict Resolution*, vol. 41, no.1, pp. 68-90.
166) Feldstein, M 1998, “Refocusing the IMF”, *Foreign Affairs*, issue: April-March.
167) Fiess, N 2003, “Capital Flows, Country Risk and Contagion”, *World Bank Policy Research Working Paper*, no. 2943.
168) Fischer, S 1999, “Learning the Lessons of Financial Crises: The Roles of the Public and Private Sectors”, Address to the Emerging Market Traders’ Association Annual Meeting, New York,
169) Fischer, S 1999, “On the need for an international lender of last resort”, paper prepared for the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, New York, 3 January.
170) Ford, T, Rork, J, Elmslie, B 2008, Foreign direct investment, economic growth, and the human capital threshold, evidence from US states“, *Review of International Economics*, 16(1), pp. 96-113.
171) Forte, F, Moura, R 2013, „The effects of foreign direct investment on the host country's economic growth: theory and empirical evidence“, *The Singapore Economic Review*, vol. 58, no. 3, pp. 1350017:1-28.
172) Franičević, V, Kraft, E 1997, “Croatia’s economy after stabilisation”, *Europe-Asia Studies*, vol. 49, no. 4., pp. 669-691.
173) Garibaldi, P, Mora, N, Sahay, R, Zettelmeyer, J 2002, “What Moves Capital to Transition Economies?”, International Monetary Fund Working Paper, no. 02764, International Monetary Fund, Washington D.C.
174) Garuda, G 2000, “The distributional effects of IMF programs: a cross-country analysis, *World Development*, vol. 28, no. 6, pp. 1031-1051.
175) Gastanaga, VM, Nugent JB, Pashamova, B 1998, “Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference do They Make’”, *World Development*, vol. 26, no. 7, pp. 1299-1314.
176) Ghosh, A, Lane, T, Schulze-Ghattas, M, Bulir, A, Hamann, J, Mourmouras, A 2002, “IMF-supported programs in capital account crises”, *Occasional Paper no. 210*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
177) Goldstein, I, Razin, A 2005, “An information-based trade-off between foreign direct investment and foreign portfolio investment: volatility, transparency and welfare, *CEPR Discussion Paper*, no. 3747, February.
178) Gooptu, S 1993, “Portfolio Investment Flows to Emerging Markets”, *International Economics Department Working Paper,* no. 1117, World Bank, Washington D.C.
179) Gorg, H, Greenway, D 2004, „Much ado about nothing? Do domestic firms really benefit from foreign direct investment?“, *The World Bank Observer*, 19 (2), pp. 171-197.

180) Gould, E 2006, “Money Talks: Supplementary Financiers and International Monetary Fund Conditionality”, *International Organization*, no. 57, pp. 551-586.
181) Gregurek, M 2001, “Stupanj i učinci privatizacije u Hrvatskoj“, *Ekonomski pregled*, vol. 52, no. 1-2, pp. 155-188.
182) Guitian, M 1995, “Conditionality: Past, Present, Future”, *IMF Staff Papers*, vol. 42, no. 4, pp. 792-835.
183) Gulde, AM 1999, “The Role of the Currency Board in Bulgaria’s Stabilization”*,* Finance and Development, September Issue, pp. 36-39.
184) Gylfason, T 1987, Credit Policy and Economic Activity in Developing Countries with IMF Stabilization Programs, Princeton Studies in International Finance, no. 60.
185) Hajivasiliou, V 1987, “The External Debt Repayment Problem of LDCs: An Econometric Model Based on Panel Data”, *Journal of Econometrics*, no. 36, pp. 205-230.
186) Haldane, A 1999, “Private Sector Involvement in Financial Crises: Analytics and Public Policy Approaches”, *Financial Stability Review*, issue: November.
187) Hansen, CB 2007, “Generalized Least Squares Inference in Panel and Multilevel Models with Serial Correlation and Fixed Effects” Journal of Econometrics, 140/2, pp. 670-94.
188) Haque, N, Khan, M 1998, Do IMF-Supported Programmes Work? A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence, *IMF Working Paper*, 98/169.
189) Harrigan, J, Wang C, El-Said 2006, “The economic and political determinants of IMF and World Bank Lending in the Middle East and North Africa”, *World Development*, vol. 34, no. 2, pp. 247-270.
190) Harrigan, J, Wang, C, El-Said, H, 2005, “The Economic and Political Determinants of IMF and World Bank Lending in the Middle East and North Africa”, *World Development*, vol. 34, no. 2, pp. 247-270.
191) Hattari, R, Ramkishen R 2011, “How Different are FDI and FPI flows? Distance and Capital Market Integration”, *Journal of Economic Integration*, vol. 26, no. 3, pp. 499-525.
192) Haussmann, R 2001, “Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?”, *IADB Working Paper*, no. 417.
193) Heckman, JJ 1976, “Sample Selection Bias as a Specification Error”, *Econometrica*, vol. 47, no. 1, pp. 153-161.
194) Hernandez, L, Rudolph, H 1997, “Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: Is a Generalised Reversal Likely?”, *Policy Research Working Paper*, no. 1618, World Bank.
195) Hovaguimian, C 2003, “The catalytic effect of IMF lending: a critical review”, *Financial Stability Review*: December, Bank of England, London.
196) Hutchinson, M M, Noy, I 2003, “Macroeconomic Effects of IMF-Sponsored Programs in Latin America: Output Costs, Program Recidivism and the Vicious Circle of Failed Stabilization”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 22, 991-1114.
197) International Monetary Fund 2012, “2011 Review of Conditionality”, International Monetary Fund, Washington D.C.
198) International Monetary Fund 2014a, „25 Years of Transition: Post-Communist Europe and the IMF“, *Regional Economic Issues, Special Report,* October issue, International Monetary Fund, Washington, D.C.
199) International Monetary Fund 2014b, “Central, Eastern and Southeastern Europe”, Regional Economic Issues, April issue, International Monetary Fund, Washington D.C.
200) International Monetary Fund 2015, „The western Balkans: 15 years of economic transition“, International Monetary Fund, Washington D.C.

201) International Monetary Fund, Independent Evaluation Office 2007, "An IEO Evaluation of Structural Conditionality in IMF Supported Programs", International Monetary Fund, Washington D.C.
202) Ivanova, A, Mayer, W, Mourmouras, A, Anayiotas, G 2003, "What determines the implementation of IMF supported programs?", IMF Working Paper 03/08.
203) Jeanneau, S, Micu, M 2002, "Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries", *Working Paper*, no. 112, Bank for International Settlements, Basel.
204) Jensen, NM 2004, "Crisis, Conditions, and Capital: The Effect of International Monetary Fund Agreements on Foreign Direct Investment Inflows", The Journal of Conflict Resolution, vol. 48, no. 2, pp. 194-210.
205) Johnson, J, Barnes, A 2015, "Financial nationalism and its international enablers: The Hungarian experience", *Review of International Political Economy*, vol. 22, no. 3, pp. 535-569
206) Joyce, J 1992, "The Economic Characteristics of IMF Program Countries", *Economic Letters*, vol. 38, no. 2, pp. 237-242.
207) Kalotay, K 2006, "New Members in the EU and FDI", in Thunderbird International Business Review, 48(4), pp. 485-513.
208) Kang, S 2007, "Agree to Reform? The political economy of conditionality variation in International Monetary Fund lending, 1983-1997", *European Journal of Political Research*, vol. 46, pp. 685-720.
209) Kentikelenis, A, Stubbs, T, King 2015, L, "Structural adjustment and public spending on health: Evidence from IMF programs in low-income countries", *Social Science & Medicine*, no. 126, pp. 169-176.
210) Killick, T, Malik, M, Manuel, M 1992, "What Can We Know About the Effects of IMF Programmes?". World Economy, no. 15, pp. 575–598.
211) Knight, M, Santaella, JA 1997, "Economic Determinants of IMF Financial Arrangements", *Journal of Development Economics*, vol. 54, no. 2, pp. 405-436.
212) Kottaridi, C 2005, „The core-periphery pattern of FDI-led growth and production structure in the EU", *Applied Economics*, 37, pp. 99-113.
213) Krueger, AO 1997, "Whither the World Bank and the IMF?", *NBER Working Paper*, no. 6327, NBER, Washington.
214) Lane, T, Ghosh A, Hamann J, Phillips S, Shultz-Ghattas, Tsikata, T 1999, "IMF-supported programmes in Indonesia, Korea and Thailand: A preliminary assessment", mimeo.
215) Lim, E 2001, „Determinants of, and the relation between, foreign direct investment and growth: A summary of recent literature", *IMF Working Paper*, 2001/175.
216) Lim, EG 2001, Determinants of, and the Relation of Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature, *IMF Working Paper*, WP/ 01/175, International Monetary Fund, Washington D.C.
217) Lin, W 2007, "Models with self-selection", Lectures in applied econometrics, mimeo.
218) Loungani, P, Razin, A 2001, "How Beneficial is Foreign Direct Investment for Developing Countries?", *Finance and Development,* vol. 38, no, 2.
219) Magyar Nemezety Bank, July 2014, "Report on Balance of Payments", https://www.mnb.hu/en/publications/reports/report-on-the-balance-of-payments (6. Prosinca 2015.).
220) Marchesi, S 2003, "Adoption of an IMF programme and debt rescheduling. An empirical analysis", *Journal of Development Economics*, vol. 70, no. 2, pp. 403–423.
221) Marchesi, S, Thomas JP, 1999, "IMF conditionality as a screening device" *The Economic Journal*, no. 109, 111-125.

222) Mateev, M, Tsekov, I 2014, “Are there any top FDI performers among EU-15 and CEE countries? A comparative panel data analysis”, Financial Theory and Practice, 38(3), pp. 337-374.
223) Maxfield, S 1998, “Understanding the Political Implications of Financial Liberalization in Emerging Market Countries”, *World Development*, no. 26, pp. 1201-1219.
224) Mencinger, J 2003, “Does foreign direct investment always enhance economic growth?“, Kyklos, vol. 56, fas. 4, pp. 491-508.
225) Mercer-Blackmann, V, Unigovskaya, A 2004, “Compliance with IMF program indicators and growth in transition economies”, *Emerging Markets, Finance and Trade*, vol. 40, no. 3, pp. 55-83.
226) Mihaljević, D 2013, “The deindustrialisation process in the Croatian economy”, *Kurswechsel*, vol. 5. 163-173.
227) Mishkin, F 1996, “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, *NBER Working Paper*, no. 5600, NBER.
228) Mody, A, Dasgupta, S, Sinha, S 1998, “Japanese Multinationals in Asia: Drivers and Attractors”, *Oxford Development Studies*, vol. 27, no. 2, pp. 149-164.
229) Mody, A, Saravia, D 2006, “Catalysing private capital flows: do IMF programmes work as commitment devices?”, *Economic Journal*, vo. 116, no. 513, pp. 843-867.
230) Mody, A, Taylor MP, Kim JY 2001, “Modelling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Countries”, *International Journal of Finance and Economics*, no. 6, pp. 201-216.
231) Morris, S, Shinn, HS 2006, “Catalytic finance: when does it work?”, *Journal of International Economics*, no. 70, pp. 161– 177.
232) Moser, C, Sturm, JE 2011, “Explaining IMF Lending Decisions after the Cold War”, *KOF Working Papers*, no. 279, March 2011.
233) Mumssen, C, Gunduz, Y B, Ebeke C, Kaltani, L 2013, “IMF-Supported Programs in Low Income Countries: Economics Impact over the Short and Longer Term“, *IMF Working Paper*, 13/273.
234) Mussa, M, Savastano, M 1999, The IMF Approach to Economic Stabilization, *IMF Working Paper*, WP/99/104, International Monetary Fund, Washington, D.C.
235) Nair-Reichert, U, Weinhold, D 2001, „Causality tests for cross-country panels: A new look on FDI and economic growth in developing countries“, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 63, pp. 153-171.
236) Nichols, A 2007, “Causal inference with observational data”, *The Stata Journal*, vol. 7, no. 4, pp. 507-541.
237) Nooruddin, I, Simmons, J 2006, “The Politics of Hard Choices: Imf Programs and Government Spending“, *International Organization, vol. 60, no. 4, pp. 1001-1033.*
238) Nsouli, S, Rouben, A, Mourmouras, A 2004, “Institutions, program implementation, and macroeconomic performance”, *IMF Working Paper* 04/184, International Monetary Fund, Washington D.C.
239) Oatley, T, Yackee, J 2004, “American Interests and IMF Lending”, *International Politics*, no. 41, pp. 415-429.
240) Oberdabernig, D A 2013, “Revisiting the Effects of IMF Programs on Poverty and Inequality“, *World Development*, no. 46, pp. 113-142.
241) OECD 2002, *Foreign Direct Investment for Development: Maximising Benefits, Minimising Costs*, OECD, Paris.
242) Ostry, D, Loungani, P, Fuceri, D 2016, “Neoliberalism: Oversold?”, *Finance and Development,* June issue.

243) Ozturk, I 2007, „Foreign direct investment–growth nexus: A review of the recent literature“, *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, vol. 4, no. 29, pp.79-98.
244) Pastor, M 1987, “The Effects of IMF Participation in the Third Word: Debate and Evidence from Latin America”, *World Development*, vol.15, no. 2, pp.249-262.
245) Penalver, A 2004, "How can the IMF catalyse private capital flows? A model," *Bank of England working papers*, no. 215, Bank of England, London.
246) Polak, J 1991, “The Changing Nature of IMF Conditionality”, *Princeton Essays in International Finance*, no. 184, Princeton University, Princeton, New Jersey.
247) Pop-Eleches, G 2008, “Crisis in the eye of the beholder - Economic crisis and partisan politics in Latin American and East European IMF programs”, *Comparative Political Studies*, 41(9), 1179-1211.
248) Presbitero, A, Zazzaro A 2012, “IMF lending in times of crisis: political influences and crisis prevention“, *World Development*, vol.40, no.10, pp. 1944-1969.
249) Przeworski, A, Vreeland, JR 2000, “The Effects of IMF Programs on Economic Growth”, *Journal of Development Economics*, vol. 62, pp. 385-421.
250) Radošević, D 2013, “Politički aspekti hrvatske deflacijske politike”, *Politička misao*, vol. 50, no. 3, pp. 180-195.
251) Ram, R, Zhang, K 2002, „Foreign direct investment and economic growth: evidence from cross-country data for the 1990s“, *Economic Development and Cultural Change*, 51 (1), pp. 205-215.
252) Reinhart, C, Montiel, P 2001, “The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s”, *MPRA Paper*, no. 7577.
253) Reisen, H, Soto, M 2001, „Which Type of Capital Inflows Foster Developing Country Growth?“, *International Finance* 4(1):1-14.
254) Rey, H 1999, “The Determinants of Cross-Border Equity Flows”, *NBER Working Paper*, no. 5160, NBER.
255) Rodrik, D 1995, "Why is there Multilateral Lending?," in Bruno, M, Pleskovic, S (eds.), Annual World Bank Conference on Development Economics”, World Bank, Washington D.C.
256) Rodrik, D 1996, “Understanding economic policy reform”, *Journal of Economic Literature*, no. 34, pp. 9-41.
257) Rodrik, D 2006, "Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?", *Journal of Economic Literature*, vol. 44, pp. 973-987.
258) Rodrik, D, Velasco A 1999, “Short-Term Capital Flows,” *NBER Working Paper*, no. 7364, NBER.
259) Rowlands, D 2001, “The Response of Other Lenders to the IMF”, *Review of International Economics*, vol. 9, no. 3, pp. 531-546.
260) Rutkowski, A 2006, „Inward FDI, concentration and profitability in CEECs: Where the domestic firms crowded out or stregthened“, *Transnational Corporations*, 15(3), pp. 107-141.
261) Saravia, D 2013, “Vulnerability, Crisis and Debt Maturity: Do IMF Interventions shorten the Length of Borrowing?”, Banco Central de Chile, documentos de Trabajo, no. 697.
262) Schadler, S 1996, “How Successful are IMF Supported Adjustment Programs?”, *Finance and Development*, vol. 33, no.2, pp. 14-17.
263) Schadler, S, Bennet, A, Carkovic, M, Dicks-Mireaux, L, Mecagni, M, Morsink, JHJ, Savastano 1995, “IMF Conditionality: Experience under Stand-by and Extended Fund Arrangements: Part II-Background Papers”, *IMF Occasional Paper*, no. 129, International Monetary Fund, Washington D.C.

264) Schadler, S, Bennet, A, Carkovic, M, Dicks-Mreaux, L, Mecagni, M, Morsink, JHJ, Savastano 1995, "IMF Conditionality: Experience under Stand-by and Extended Fund Arrangements: Part I-Key Issues and Findings", *IMF Occasional Paper*, no. 128, International Monetary Fund, Washington D.C.
265) Schadler, S, Carkovic M, Bennett A, Kahn R 1993, "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", *Occasional Paper*, no. 108, International Monetary Fund, Washington D.C.
266) Sen, H 1998, „Different arguments for and against the role and impact of foreign direct investment on the development potentials of developing countries-an overview", *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 13(1), pp. 181-190.
267) Stein, E, Daude, C 2001, "Institutions, Integration and the Location of Foreign Direct Investment", World Bank Policy Research Working Paper, IADB Research Department.
268) Steinwand, M, Stone R 2008, "The International Monetary Fund: A review of the recent evidence", *Review of International Organizations*, vol. 3, pp. 123-149.
269) Stock, J, Watson, M 2008, "Heteroskedacity-Robust Standard Errors for Fixed Effects Panel Data Regression, Econometrica, vol. 76, no.1, pp. 155-174.
270) Stone, R 2008, "The High Politics of IMF Lending", *World Politics*, vol. 52, no. 1. pp. 38-75.
271) Stone, R 2008, "The Scope of IMF Conditionality", *International Organization*, vol. 62, Fall 2008, pp. 589-620.
272) Stone, R 2015, "Mixed Signals: IMF Lending and Capital Markets", *British Journal of Political Science,* January.
273) Sylwester, K 2005, „Foreign direct investment, growth and income inequality in less developed countries, *International Review of Applied Economics*, 19 (3), pp. 289-300.
274) Sundać, D, Andrijić, M 2016, „The effect of IMF programmes on foreign direct investment in Central and Southeastern Europe", *An Enterprise Odyssey: Saving the Sinking Ship Through Human Capita*l, Zagreb, June 8-11.
275) Sundać, D 2003, „Challenges of the EU integration process for Croatia: benefits and costs", *Transition Studies Review*, vol. 10, no. 34, pp. 27-33.
276) Šerić, A 2011, Determinants of FDI location in Central and Eastern Europe, *OECD Journal*, vol 2010, no. 2.
277) Tanzi, G, Davoodi, H 1997, „Corruption, Public Investment and Growth", *IMF Working Paper*, no. 97/139, International Monetary Fund, Washington D.C.
278) Taylor MP, Sarno L, 1999, "Hot money, accountancy labels and the permanence of capital flows to developing countries - an empirical investigation", *Journal of Development Economics*, vol. 59, no. 2, pp. 337–364.
279) Taylor, M, Sarno, L 1997, "Capital Flows to Developing Countries: Long and Short Term Determinants", *World Bank Economic Review*, vol. 11, no. 3, pp. 451-470.
280) Thacker, SC 1999, "The High Politics of IMF Lending", *World Politics*, vol. 52, no. 1, pp. 38-75.
281) Tintin, C 2013, "The determinants of foreign direct investment inflows in the Central and Eastern European countries: the importance of institutions", *Communist and Post-communist Studies*, no. 46, pp. 287-298.
282) Tiongson, ER 2001, "Poland and IMF Conditionality Programs: 1990-1995", East European Quarterly, vol. 31, no. 1, pp. 55-68.
283) Ul-Haque, N, Khan, MS 1998, "Do IMF supported programs work? A survey of the cross-country empirical evidence", *IMF Working Paper*, no. 98/169, International Monetary Fund, Washington D.C.
284) Van der Veer, KJM, de Jong, E 2013, "IMF – Supported Programmes: Stimulating Capital to Non-defaulting Countries", *The World Economy*, vol. 36, no. 4, pp. 375-395.

285) Vissak, T, Roolaht, T 2005, „The negative impact of foreign direct investment on the Estonian economy“, *Problems of Economic Transition*, 48(2), pp. 43-66.
286) Vreeland, J 2002, “The Effect of IMF Programs on Labor”, *World Developmen*t, vol. 30, no. 1, pp. 121-139.
287) Vreeland, JR 2002, “The effect of IMF Programs on Labor”, *World Development*, vol. 30, no. 1, pp. 121-139.
288) Walch, N, Worz, J 2012, “The Impact of Country Risk Ratings and of the Status of EU Integration on FDI Inflows in CESEE Countries“, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), *Focus on European Economic Integration*, Q3/12
289) Wang, M 2009, „Manufacturing FDI and economic growth: evidence from Asian economies“, *Applied Economy*, 41, pp. 991-1002.
290) Weiss, M 2013, “International Monetary Fund: Background and Issues for Congress”, Congressional Research Service, 7 570, 21 March.
291) Woo, B 2013, “Conditional on Conditionality: IMF Program Design and Foreign Direct Investment”, *International Interactions*, vol. 39, no. 3.
292) Xu, G, Wang, R 2007, “The effect of foreign direct investment on domestic capital formation, trade andeconomic growth in transition economy: evidence from China”, *Global Economy Journal*, 7 (2), pp. 1-21.
293) Yousaf, U, Nasir, A, Naqvi, F, Haider, A, Butta, N 2011, “Impact of foreign direct investment on economic growth of Pakistan”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 32, pp. 95-100.
294) Žitko, Mislav (2011) “Politička ekonomija gospodinjstva: financijalizacija in reprodukcija delovne sile”, *Borec – Revija za zgodovino, antropologijo in književnost*, vol. LXIII, no. 681/684.

3. OSTALI IZVORI

295) Adji, SS, Ahn, YS, Holsey, CM, Willet, TD 1997, „Political Capacity, Macroeconomic Factors, and Capital Flows“ in Abetman, M, Kugler, J (eds.), Political Capacity and Economic Behaviour; Westview, Boulder.
296) Alfaro, L, Johnson, MS 2013, „Foreign Direct Investment and Growth“, in Caprio G Jr. (ed.), The Evidence and Impact of Financial Globalization, Elsevier, London.
297) Andrijić, M 2001, “Italy, Greece and European Monetary Integration – Are There Possible Lessons for Croatia?”, MA Thesis, Sussex European Institute, University of Sussex, Brighton.
298) Austin N, Schaffer, M 2007, "Clustered standard errors in Stata," United Kingdom Stata Users' Group Meetings 2007 07, Stata Users Group.
299) Baletić, Z, Grgić, M, Lasić, V, Lovrinović, I, Marendić, B, Radošević, D, Zdunić, S, “Prosudba Memoranduma o ekonomskoj i financijskoj politici hrvatske Vlade i HNBa upućenog MMF-u iz 2001. godine, u Medić, Đ, Radošević, D (eds.) 2010, *Politička ekonomija post-tranzicijskih zemalja*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb.
300) Bartlett, W, Prica, I 2016. "Interdependence between Core and Peripheries of the European Economy: Secular Stagnation and Growth in the Western Balkans," *LEQS – LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series 104*, European Institute, LSE.
301) Bauer Racenberg, M 2011, “Failure to catalyze: why IMF supported programs fail to promote investment?”, PhD thesis, University of California, San Diego.
302) Baum, C, Nichols, A, Schaffer, M 2011, “Evaluating one-way and two-way cluster-robust covariance matrix estimates”, German Stata Users Group Meeting, July 2011.

303) Beck, N 2008, "Time-Series-Cross-Section Methods", in Box-Steffensmeier, JM, Brady, HE, Collier, D (eds.), The Oxford Handbook of Political Methodology, Oxford University Press, Oxford.
304) Bennelli, R 2006, "Do IMF-Supported Programs Boost Private Capital Inflows? The Role of Program Size and Policy Adjustment", in Mody, A, Rebucci, A, (eds), IMF-Supported Programs: Recent Staff Research, International Monetary Fund, Washington D.C.
305) Bird G, Mosley P 2009, „The role of IMF in developing countries" in Vines D, Gilbert C L, (eds), *The IMF and its Critics: Reform of Global Financial Architecture*, Cambridge University Press, Cambridge.
306) Bird, G, Mosley, P 2006, "Should the IMF Discontinue its Long-Term Lending Role in Developing Countries?" in Ranis, G, Vreeland JR, Kosack S (eds.), *Globalization and the Nation State: the Impact of the IMF and the World Bank*, Routledge, London.
307) Bird, G, Rowlands, D 2013, "For Better or for Worse: Do IMF Programs Work?", mimeo
308) Bird, G, Rowlands, D 2014, "IMF programs: participation, implementation and effects" in Oatley, T, Winecoff (Eds.) Handbook of the International Political Economy of Monetary Relations, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.F
309) Bird, G, Rowlands, D 2014, "IMF programs: participation, implementation and effects" in Oatley, T, Winecoff, WK (eds.), Handbook of the International Political Economy of Monetary Relations, Edward Elgar Publishing, London.
310) Broz, L, Hewes, MB 2000, "US domestic politics and IMF policy", in Hawkins DG, Lake DA, Nielson, DL, Tierney, MJ (eds.), Delegation and agency in international organizations, Cambridge University Press, Cambridge.
311) Byrne, A 2015. "Orbanomics confounds critics as Hungary's economy recovers", *Financial Times*, 9 June, New York.
312) Carković, M, Levine, R 2002, „Does foreign direct investment accelerate growth", in Moran, T, Graham, E, Blomstrom, M (eds.), *Does foreign direct investment promote development?,* Peterson Institute, Washington.
313) Corbo, V, Hernandez, L 1999, "Private Capital Inflows and the Role of Fundamentals", in Ferrain, F (ed.), *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, Michigan, University Press, Michigan.
314) Cottarelli, C, Giannini, C 2006, "Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending" in Mody A and Rebucci A, (eds.), *IMF-Supported Programs: Recent Staff Research*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
315) Državni ured za reviziju 2000, Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjeg izvještaja o izvršenju državnog proračuna Republike Hrvatske za 1999. godinu, Državni ured za reviziju, Zagreb.
316) Državni ured za reviziju 2004, Izvješće Državnog ureda za reviziju o radu na provedbi revizije pretvorbe i privatizacije, Državni ured za reviziju, Zagreb.
317) Ettner SL 2012, "Methods ("Instrumental Variables 101")", lecture at CHIME (Center for Health Improvement for Minority Elders), WiP Seminar, Los Angeles, CA, 21 May, 2012.
318) European Commission 2016, Country Report Croatia (including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances), European Commission, Bruxelles.
319) Eurostat 2015, "Balance of Payment Statistics", *Eurostat Statistics Explained Series*, http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance_of_payment_statistics (26. prosinca 2015.)
320) Fischer, S 1999, „On the Need for an International Lender of Last Resort", prepared for delivery at the joint luncheon of the American Economic Association and the American

Finance Association, New York, 3 January, 1999. Available at http://www.imf.org. (16. kolovoza 2013.).
321) Franičević, V 2010, "Politička i moralna ekonomija u prvom desetljeću tranzicije u Hrvatskoj" u Medić, Đ, Radošević, D (eds.) *Politička ekonomija post-tranzicijskih zemalja, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb.*
322) Garcia, G 2013, "International Monetary Fund", in Caprio, G Jr (ed.), *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability*, Elsevier, London.
323) House, B, Miller, M, Vines, D, Weber, A 2008, "International Monetary Fund" in Durlauf, S, Blume, L (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palagrave Macmillan, New York.
324) Hrvatska narodna banka 2009, Bilten o bankama, broj 19, HNB, Zagreb.
325) IMF Conditionality, IMF Factsheets, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/conditio.htm, (14. prosinca 2013.).
326) IMF Extended Credit Facility, IMF Factsheets, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/ecf.htm, (14. prosinca 2013.).
327) IMF Extended-Fund Facility, IMF Factsheets, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/eff.htm, (14. prosinca 2013).
328) IMF Lending, IMF Factsheets, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm, (14. prosinca 2013.).
329) IMF List of Members, http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/memdate.htm, (14. prosinca 2013).
330) IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors, http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx, (14 prosinca 2013).
331) IMF Stand-By Arrangement, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm, (14. prosinca 2013.)
332) International Financial Institution Advisory Commission 2000, Final Report, available at http://www.house.gov/jec/imf/meltzer.htm (16. veljače 2013.)
333) International Monetary Fund 2003, "Debt Sustainability in Low-Income Countries—Towards a Forward-Looking Strategy", *Policy Development and Review Papers*, International Monetary Fund, Washington D.C.
334) International Monetary Fund 2003, "The IMF and Recent Capital Account Crises – Indonesia, Korea and Brazil", Report of the Independent Evaluation Office, International Monetary Fund, Washington D.C.
335) International Monetary Fund 2004, "What is International Monetary Fund", http://www.imf.org/external/about.htm (23. svibnja 2013.)
336) International Monetary Fund 2010, "IMF executive board approves major overhaul of quotas and governance", http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10418.htm (30. prosinca 2015.)
337) International Monetary Fund 2011, "Review of the Standards and Codes Initiative", International Monetary Fund, Washington D.C.
338) International Monetary Fund 2011, Articles of Agreement, https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/, (19. studenog 2015.)
339) International Monetary Fund 2015a, " IMF Quotas", IMF factsheets, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm (25. siječnja 2016.)
340) International Monetary Fund 2015b, IMF factsheet information hub, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/eng/list.aspx (27. prosinca 2016.)
341) International Monetary Fund 2015c, "Special Drawing Rights", http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm (26. siječnja 2016.)
342) International Monetary Fund 2016a, "How the IMF makes decisions", *IMF factsheets,* http://www.imf.org/external/np/exr/facts/govern.htm (23. siječnja 2016.)

343) International Monetary Fund 2016b, "IMF at a glance", *IMF factsheets,* http://www.imf.org/external/np/exr/facts/glance.htm (26. siječnja 2016.)
344) International Monetary Fund 2016c, "IMF Executive Directors and Voting Power", *IMF factsheets,* http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/eds.aspx (7. siječnja 2016.)
345) International Monetary Fund 2016d, "IMF governance structure", *IMF factsheets,* http://www.imf.org/external/about/govstruct.htm (4. siječnja 2016.)
346) International Monetary Fund 2016e, "IMF Lending", *IMF factsheets,* http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm (17. siječnja 2016.)
347) International Monetary Fund 2016f, "IMF surveillance", *IMF factsheets,* http://www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm (14. siječnja 2016.)
348) International Monetary Fund 2016g, International Monetary Fund Organization Chart, https://www.imf.orgn/external/np/obp/orgcht.htm (22. siječnja 2016.)
349) International Monetary Fund 2016h, "Where the IMF gets its money", IMF factsheets, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/finfac.htm (24. siječnja 2016.)
350) International Monetary Fund, 2002, „International Monetary Fund", http://www.imf.org/external/ (29. kolovoza 2013.)
351) Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund 2004, "Report on the Evaluation of Poverty Reduction Strategy Papers (PRSPs) and The Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF)", IEO, Washington DC.
352) Jensen, NM 2013, "Foreign Direct Investment Data Notes", mimeo.
353) Kalemli-Ozcan, S, Villegas-Sanchez, C 2013, "Role of Multinational Corporations in Financial Globalization" in Caprio, G Jr (ed.) 2013, *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, Elsevier, London.
354) Kahn, M 1990, "The Macroeconomic Effects of Fund -Supported Adjustment
355) Programs," *IMF Staff Papers*, no. 37, 195-231.
356) Killick, T 2004, "Conditionality and IMF Flexibility". Mimeo.
357) Kohler, H 2000, "The IMF in a Changing World, remarks given at the National Press Club, Washington, DC, August 7, available at http:// imf.org/external/np/speeches/2000/08700.htm/ (16. veljače 2014.)
358) Kohler, H 2001, Promoting stability and prosperity in a globalized world, Remarks by IMF Managing Director, Council of America, Washington, DC, 7 May. Available at http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/050701.htm (2. ožujka 2014.)
359) Martin, L 2013, "International Financial Institutions and Politics", in Caprio, G Jr (ed.) 2013, Handbook of Safeguarding Global Financial Stability, Elsevier, London.
360) Ministarstvo financija 2009, Službeno priopćenje o godišnjoj skupštini Međunarodnog monetarnog fonda I Svjetske banke, Ministarstvo financija, Zagreb.
361) Mihov, I 1999, "The Economic Transition in Bulgaria 1989-1999", mimeo.
362) Montvai, B 2015, "FDI statistics excluding special purpose entities, capital-in-transit and financial restructuring – Hungarian practice", BCB / CEMLA / IFC Satellite meeting at the ISI 60th World Statistical Congress - Assessing international capital flows after the crisis. Available at https://www.bis.org/ifc/events/sat_semi_rio_jul15/2_montvai_paper.pdf (6. Prosinca 2015.)
363) Moran, T 2007, "How to investigate the impact of foreign direct investment on development, and use the results to guide policy", in Collins, S (ed.), Brookings Forum, Brookings Institute Press, Washington, DC.
364) Družić, G 2010, "Hrvatska – jučer, danas, sutra", u Medić, Đ, Radošević, D (eds.) 2010, Politička ekonomija post-tranzicijskih zemalja, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb.
365) Toth, A 2015, "Coming to the end of the via dolorosa? The rise of selective economic nationalism in Hungary", in Lehendorff, S (ed.), Divisive integration. The triumph of failed ideas in Europe-revisited, European Trade Union Institute, Brussels.

366) United Nations Development Programme 2011, “Private Capital Flows: Foreign Direct Investment and Portfolio Investment” in UNDP, Towards Human Resilience: Sustaining MDG Progress in an Age of Economic Uncertainty, United Nations Development Programme Bureau for Development Policy, New York.

4. ELEKTRONIČKI IZVORI PODATAKA

367) AMECO annual macro-economic database of the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) - http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm
368) EBRD transition indicators - http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml
369) European Central Bank, Interest Rate Statistics - https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.htm
370) Eurostat statistical databases - http://ec.europa.eu/eurostat
371) IMF annual reports (1990-2013) - http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/index.htm
372) IMF financial activities reports (2000-2013) - http://www.imf.org/cgi-shl/create_x.pl?fa
373) IMF members' financial data by country - http://www.imf.org/external/np/fin/tad/exfin1.aspx
374) Institute for Democracy and Electoral Assistance Database - http://www.idea.int/resources/databases.cfm .
375) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (WEO) - http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx
376) Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, Center for Systemic Peace; http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm
377) UNCTAD, Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock - http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/downloadPrompt.aspx
378) Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW) – annual macroeconomic database
379) World Bank, Global Development Finance – CD-roms
380) World Bank, International Debt Statistics (u prijašnjim razdobljima poznata pod nazivom Global Development Finance) – http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=international-debt-statistics
381) World Bank, World Development Indicators – http://databank.worldbank.org/data/home.aspx

POPIS SHEMATSKIH PRIKAZA, TABLIČNIH PRIKAZA, TABLICA I GRAFIKONA

SHEMATSKI PRIKAZI

Shematski prikaz 1: Organizacijska struktura Međunarodnog monetarnog fonda. Izvor: obrada autorice prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda..... 60

TABLIČNI PRIKAZI

Tablični prikaz 1: Pojedinačni tipovi financijskih aranžmana Fonda prema karakteristikama, razini kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene te razini utjecaja Fonda u tom smislu (sažetak) . 115

Tablični prikaz 2: Predikcije katalitičkog učinka pojedinačnih triju tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev inozemnih izravnih investicija.. 116

Tablični prikaz 3: Pregled korištenih varijabli, oznaka i izvora 145

TABLICE

Tablica 1: Procjena utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe..... 153

Tablica 2: Procjena utjecaja osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (robusne standardne pogreške) 158

Tablica 3: Procjena utjecaja osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe (cluster standardne pogreške) 160

Tablica 4: Testiranje osjetljivosti procjene utjecaja financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe 165

Tablica 5: Procjena dugoročnog utjecaja osnovnih tipova financijskih aranžmana MMFa na priljev FDI u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe 167

Tablica 6: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Bugarska 192

Tablica 7: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Bugarska 193

Tablica 8: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Poljska 204

Tablica 9: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Poljska 205

Tablica 10: Međunarodna financijska podrška Latviji 210

Tablica 11: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Latvija 218

Tablica 12: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Latvija 219

Tablica 13: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju - Mađarska 234

Tablica 14: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju - Mađarska 235

Tablica 15: Ključni makroekonomski pokazatelji u promatranom razdoblju – Hrvatska 256

Tablica 16: Ostvarenje i projekcije potreba za financiranjem - Republika Hrvatska 259

Tablica 17: Financijski aranžmani u promatranom razdoblju – Hrvatska..... 260

GRAFIKONI

Grafikon 1: Isplate financijskih sredstava aranžmana MMFa u regiji Srednje i Jugoistočne Europe (u specijalnim pravima vučenja). 182

POPIS PRILOGA

Prilog 1 - Pojedinačni tipovi financijskih aranžmana Fonda prema karakteristikama, razini kredibilnog obvezivanja zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene te razini utjecaja Fonda u tom smislu (detaljnija obrada)

Prilog 2 - Sažeti statistički prikaz varijabli

Prilog 3 - Priljevi inozemnih izravnih investicija u odabranim zemljama

Prilog 4 - Priljevi inozemnih izravnih investicija u Mađarsku (uključujući namjenska društva, isključujući namjenska društva te korigirani za namjenska društva, kapital u tranzitu te restrukturiranje imovinskog portfelja)

Prilog 5 - Referentna kamatna stopa Europske centralne banke

Prilog 6 - Akumulirani priljevi inozemnih izravnih investicija u 2014. godini u odabranim zemljama

Prilog 7 - Procjena katalitičkog učinaka za odabrane pojedinačne 4 zemlje

PRILOZI

PRILOG 1

Pojedinačni tipovi financijskih aranžmana Fonda prema karakteristikama, razini kredibilnog obvezivanja zemlje korisnice zajma na gospodarske promjene te razini utjecaja Fonda u tom smislu (detaljnija obrada)

ECF	krakteristike	razina kredibilnog obvezivanja zemalja korsinica zajma na gospodarske promjene	razina utjecaja Fonda (u smislu stvaranja poticaja za kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene)
		RELATIVNO NIŽA RAZINA, OČEKUJE SE NEGATIVAN KATALITIČKI UČINAK	RELATIVNO NIŽA RAZINA, OČEKUJE SE NEGATIVAN KATALITIČKI UČINAK
	zemlje niske razine dohotka	vrijeme trajanja i dospijeća otplate su relativno dugi u usporedbi sa SBA. Ovo implicira da država neće relativno skoro trebati inozemni kapital, te je stoga manje vjerojatno da će se biti spremna snažnije obvezati na ustupke koji će joj omogućiti priljev inozemnog kapitala.	Samaritanska dilema - zemlje korisnice karakterizira trajno siromaštvo i negativni makroek. uvjeti. Fond nije u mogućnosti osigurati snažnu provedbu uvjetovanosti jer ih ne može efektivno kazniti u slučaju neispunjavanja
	dugoročni koncesivni tip zajma. kamatna stopa - 0,5%; posljednje 2 godine 0%.	razlika između ex ante i ex post likvidnosti FDI investitora - poticaj da pokušaju predvidjeti djelovanje države primateljice. Čak i ako investitori očekuju povrat u dugom roku, države korisnice ovog aranžmana karakterizira toliko trajno siromaštvo, te imaju snažniji poticaj nacionalizirati FDI.	manji broj uvjetovanosti i općenitiji karakter - MMF relativno slabiji utjecaj nad ek. politikom zemalja primateljica, veća mogućnost njihovog neposluha i ogluhe
	prosječno trajanje: 3-4 godine, max 5 godina	države primateljice imaju snažniji utjecaj na uvjetovanost - uvjeti manje detaljni, općenitijeg karaktera, malobrojni. Stoga manja vjerojatnost inkorporiranja uvjeta koji iziskuju bolne, no moguće potrebne makroekonomske reforme u svrhu adresiranja ekonomskih ranjivosti.	dinamika praćenja manje zahtjevna (svakih 6 mjeseci, u prošlosti i godinu dana) - manje snažan utjecaj Fonda (što također može nagativno djelovati na percepciju investitora)
	vrijeme otplate: poček od 5 godina, krajnje dospijeće otplate 10 godina	sličniji inozemnoj pomoći, stoga manje vjerojatno da će privući FDI	

SBA	krakteristike	razina kredibilnog obvezivanja zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene	razina utjecaja Fonda (u smislu stvaranja poticaja za kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene)
		RELATIVNO VIŠA RAZINA, OČEKUJE SE POZITIVAN KATALITIČKI UČINAK	RELATIVNO VIŠA RAZINA, OČEKUJE SE POZITIVAN KATALITIČKI UČINAK
	prvenstveno države srednje i visoke razine dohotka	vrijeme trajanja i dospijeća otplate su relativno kratki. Ovo upućuje da će zemlja korisnica relativno skoro trebati novu injekciju inozemne likvidnosti (FDI ili dužničkog kapitala). Stoga je vjerojatnije da će se biti spremna snažnije obvezati na ustupke tj. ekonomske politike koji će joj omogućiti priljev inozemnog kapitala.	kako SBA aranžmane koriste relativno bogatije zemlje, smanjuje se Samaritanska dilema na strani Fonda, te povećava mogućnost aktiviranje negativnih posljedica u slučaju neispunjavanja predefiniranjh mjera financijskog aranžmana.
	kratkoročni, nekoncesivni tip zajma	SBA iziskuje provođenje tržišnih reformi prije aktivacije samog zajma (*prior actions*). Ovo doprinosi slanju snažnijeg signala predanosti tržišnoj politici od strane zemlje korisnice.	kako je kod SBA aranžmana snažniji naglasak na uvjetovanosti (detaljniji karakter, veći broj) prema ECF, očekuje se i pozitivnija percepcija investitora vezano uz snažniji utjecaj Fonda te manju mogućnost ogluhe i neposluha zemlje primateljice.
	prosječno trajanje: 1-1,5 godina	zemlje primateljice-snažne, akutne platno bilančne neravnoteže koje ne mogu adekvatno financirati priljevima inozemnog kapitala, te im je inozemna likvidnost prijeko i žurno potrebna. To također povećava vjerojatnost daljnjih ustupaka zemlje primateljice investitorima.	relativno snažnija dinamika praćenja provedbe (svakih 3 mjeseca)-implicira snažnji utjecaj Fonda te može pozitivno djelovati na percpeciju investitora.
	vrijeme otplate: 3,25-5 godina nakon sklapanja zajma	kod SBA, države snažnije ograničavaju svoju diskrecijsku moć oblikovanja ekonomske politike u odnosu na ECF-snažniji naglasak na uvjetovanost te detaljniji karakter i veći broj uvjetovanosti. Stoga se očekuje veća predvidljivost ekonomske politike, pa tako i pozitivnija percepcija investitora.	
	veličina: obično manji u odnosu na EFF		

EFF	krakteristike	razina kredibilnog obvezivanja zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene	razina utjecaja Fonda (u smislu stvaranja poticaja za kredibilno obvezivanje zemalja korisnica zajma na gospodarske promjene)
		MIJEŠANE KARAKTERISTIKE, A PRIORI NIJE JASAN SMJER KATALITIČKOG UČINKA	**MIJEŠANE KARAKTERISTIKE, A PRIORI NIJE JASAN SMJER KATALITIČKOG UČINKA**
	za sve države korisnice, no koriste ga prvenstveno države srednje i visoke razine dohotka	Poput ECF aranžmana, EFF financijski aranžmani predstavljaju dugoročni tip zajma s dugoročnim dospijećem. Kumulativno promatrano, njihovi iznosi također su uobičajeno veći od onih u sklopu SBA aranžmana. Ovakva dugoročna i velika injekcija inozemnog kapitala i dugo vrijeme otplate impliciraju da država neće u relativno skorije vrijeme biti u snažnijoj potrebi za inozemnim kapitalom, te je stoga manje vjerojatno da će se biti spremna snažnije obvezati na ustupke koji će joj omogućiti priljev inozemnog kapitala.	s obzirom na veći naglasak na uvjetovanosti, veći broj uvjetovanosti i njihov detaljniji karakter u odnosu na ECF tip financijskih aranžmana, u okviru EFF aranžmana Fond ima relativno snažniji utjecaj nad ekonomskom politikom zemalja primateljica, što osigurava manju mogućnost njihovog neposluha i ogluhe na mjere ekonomske politike koje zastupa MMF.
	dugoročni, nekoncesivni tip zajma	No, kao i kod SBA aranžmana, EFF aranžmani iziskuju provođenje tržišnih reformi u sklopu ekonomske politike zemlje korisnice prije aktivacije samog zajma (*prior actions*). Ovakva situacija doprinosi slanju snažnijeg signala predanosti tržišnoj politici od strane zemlje korisnice.	s obzirom da SBA aranžmane koriste relativno bogatije zemlje, tj. zemlje više razine dohotka, smanjuje se Samaritanska dilema na strani MMFa, te povećava mogućnost i vjerojatnost aktiviranja negativnih posljedica u slučaju neispunjavanja predefiniranih mjera financijskog aranžmana. Ovakva situacija može povoljnije djelovati na percepciju inozemnih investitora vezano uz mogućnost provedbe deklariranih tržišnih promjena od strane države korisnice.
	prosječno trajanje: 3-4 godine		
	vrijeme otplate: 4,5-10 godina nakon sklapanja zajma		
	veličina: obično relativno veći u odnosu na SBA		

Izvor: obrada autorice

PRILOG 2

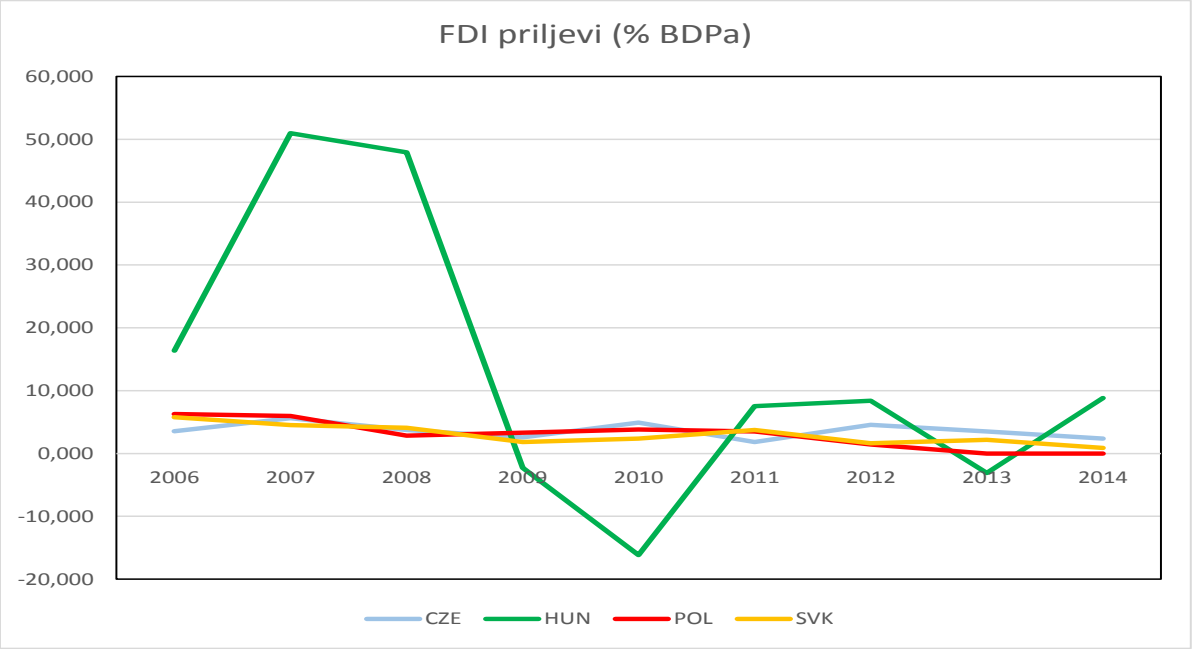
Sažeti statistički prikaz varijabli

Varijabla	Opažanja	Sredina	Std. Dev.	Min	Maks
imfparticipatall	374	.5187166	.5003189	0	1
sbaparticipation	374	.368984	.483176	0	1
effparticipation	374	.0962567	.295338	0	1
ecfparticipation	374	.0534759	.225282	0	1
pastimfparticipation	374	7.192.513	4.652.002	0	21
fdii_gdp	345	4.772.651	5.384.302	-1.641.802	5.189.585
conflict	364	.2747253	1.053.039	0	7
gdppccd	375	5.350.813	4.577.071	2.058.259	21627.16
EUintegration1	408	.2083333	.406615	0	1
ulc	295	7.933.779	1.806.264	-382.258	1.723.826
wages	347	4.356.431	3.420.283	2.341.722	1.536.127
natresources	318	1.912.311	1.952.694	0	8.574.598
growth	369	2.083.188	8.620.457	-3.211.857	8.895.766
reserves	350	4.087.107	2.789.584	0	2.103.743
ungavotingusa	306	.4251875	.0932375	0	.601266
elections	376	.3005319	.4591003	0	1
privatisation	368	2.870.462	.9510571	1	4
relltiusa	391	3.003.759	1.491.173	.0379055	4.975.297
inflation01	370	8.939.881	3.495.783	-.2247529	4735.9
numberunder	408	5.020.833	7.825.067	34	62
infrastructure	375	2.371.291	9.105.873	1.215.997	4.250.601

Izvor: obrada autorice

PRILOG 3

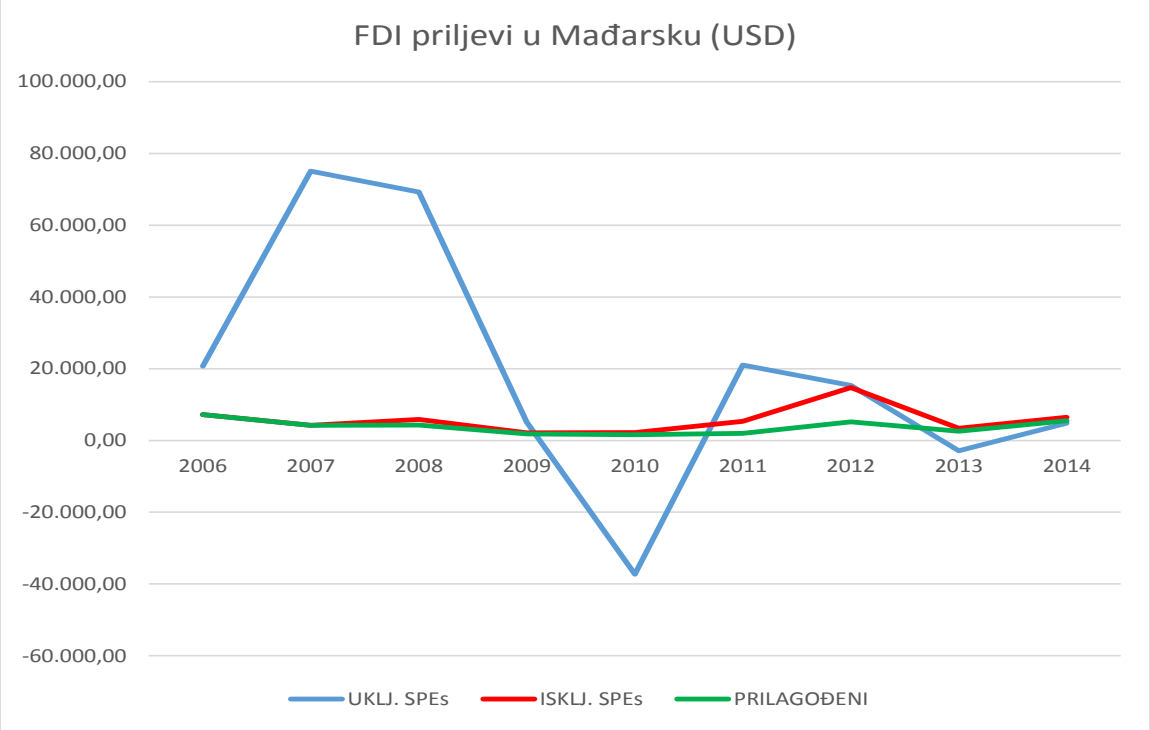
Priljevi inozemnih izravnih investicija u odabranim zemljama



Izvor: Svjetska banka

PRILOG 4

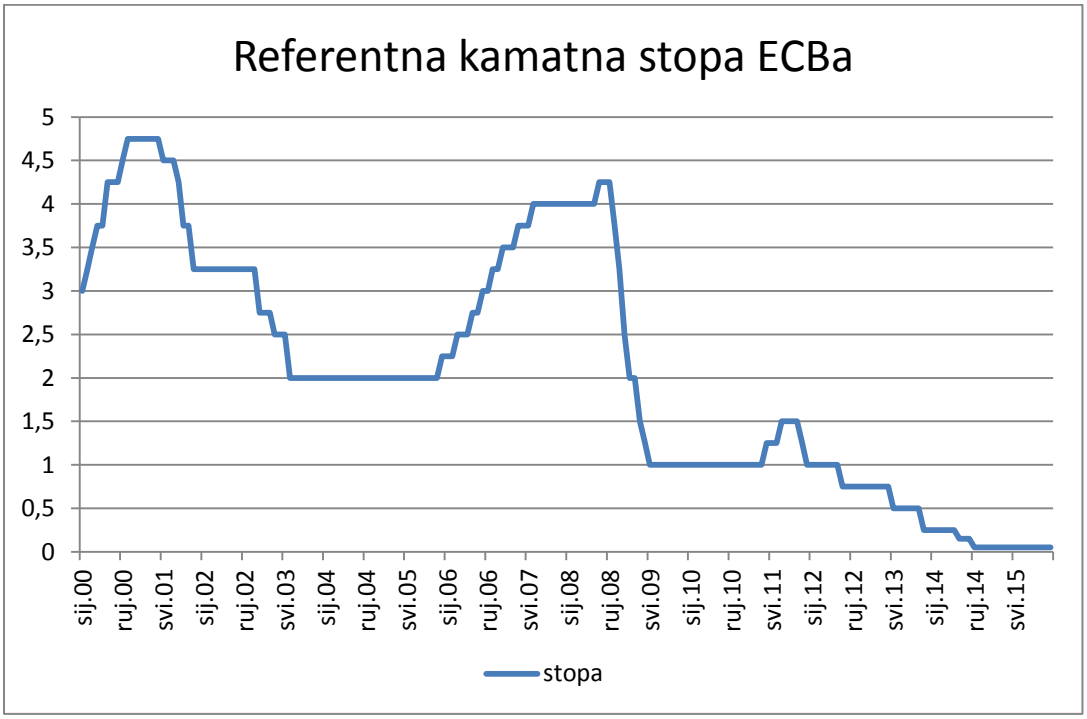
Priljevi inozemnih izravnih investicija u Mađarsku (uključujući namjenska društva, isključujući namjenska društva te korigirani za namjenska društva, kapital u tranzitu te restrukturiranje imovinskog portfelja)



Izvor: Mađarska centralna banka

PRILOG 5

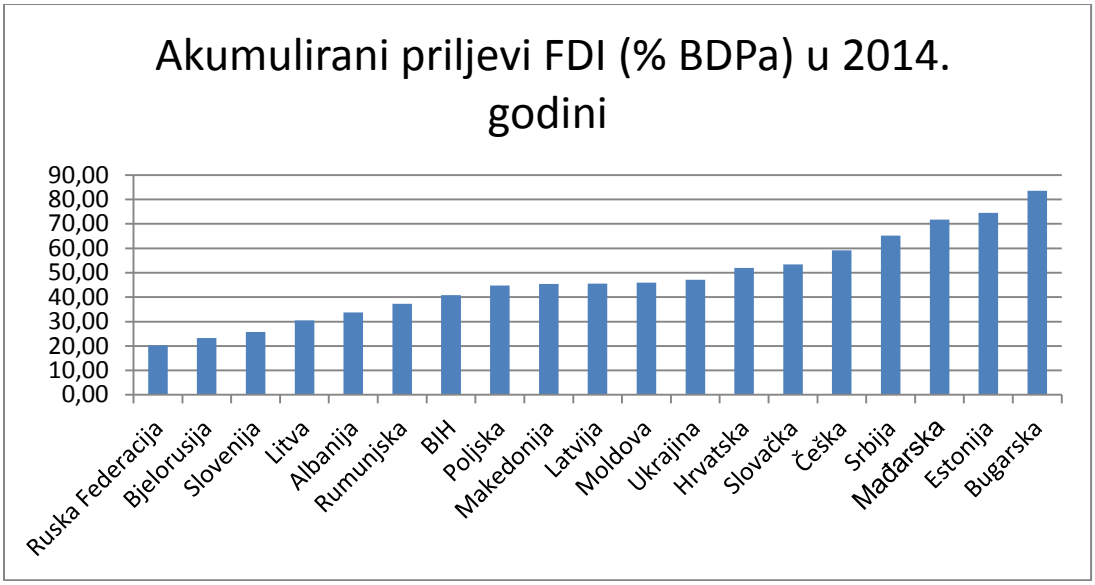
Referentna kamatna stopa Europske centralne banke



Izvor: Europska centralna banka

PRILOG 6

Akumulirani priljevi inozemnih izravnih investicija u 2014. godini u odabranim zemljama



Izvor: Konferencija ujedinjenih naroda za trgovinu i razvoj *(UNCTAD*)

PRILOG 7

Procjena katalitičkog učinka za odabrane pojedinačne 4 zemlje

	BUGARSKA	POLJSKA	LATVIJA	MAĐARSKA
Jednadžba tretmanskog efekta				
L.fdii_gdp	0.5734***	0.5976***	0.4346***	0.4445***
	(0.0757)	(0.0623)	(0.0324)	(0.0318)
L.relltiusa	-1.1019***	-0.8009*	-0.9734**	-1.0145***
	(0.2104)	(0.4170)	(0.3881)	(0.3736)
L.growth	0.2074***	0.1548***	0.0422	0.0251*
	(0.0320)	(0.0287)	(0.0272)	(0.0424)
L.gdppccd	-0.0002**	-0.0002**	-0.0002*	-0.0002
	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)
imfparticipation	7.5237***	6.8570***	3.7162**	-1.1237
	(1.9924)	(1.8334)	(1.7876)	(1.2570)
Selekcijska jednadžba				
L.growth	-0.0495***	-0.0363***	-0.0121**	-0.0264
	(0.0191)	(0.0032)	(0.0304)	(0.0173)
L. pastimfparticip	0.0252***	0.0510**	0.1060***	-0.1315
	(0.0358)	(0.0215)	(0.0127)	(0.0878)
L.ungavotingusa	3.2460***	3.2031*	5.9753 ***	-2.0112**
	(0.6247)	(1.7016)	(0.7342)	(0.8967)
L2.electionsparl	0.3702***	0.4270***	0.1533*	0.2014***
	(0.0850)	(0.0728)	(0.1541)	(0.0130)
rho	-0.8989	0.7913	0.9160	-0.8209
sigma	5.6023	4.6412	4.5149	5.2198
lambda	-5.0358	3.6725	4.1355	-4.2852
Observations	24	24	24	24
Sel.jedn. F test p	0.0064	0.0000	0.0088	0.0069
Anderson test p	0.0061	0.0000	0.0092	0.0069
Wald test(rho=0), prob>chi^2	0.0025	0.0152	0.0202	0.0651

U tablici se daje procjena katalitičkog učinka za pojedinačne 4 zemlje (vezano uz 4 relevantne studije slučaja) upotrebom modela tretmanskog efekta. No, valja istaknuti kako se u ovom slučaju radi o podacima prvenstveno ilustrativne prirode. Naime, model tretmanskog efekta je zbog svojih karakteristika i prirode namijenjen identifikaciji prosječnog tretmanskog efekta (tj. katalitičkog učinka Fonda) na agregatnoj razini za sve zemlje iz uzorka (Srednja i Jugoistočna Europa) temeljem godišnjih podataka vezano uz testirane varijable za pojedinačne zemlje, a ne za

identifikaciju katalitičkog učinka za pojedinačnu zemlju (Heckman 1976, Maddala 1983, Wooldridge 2010, Greene 2012).

Marijana Andrijić

IZJAVA

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je doktorska disertacija isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, što pokazuje korištenje bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nezadovoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Marijana Andrijić

_____
(vlastoručni potpis)

U Rijeci, 4. travnja 2017.