

Doc.dr.sc. Vlatka Bilas¹
Emil Jovanović, mag.oec.²

DJELOVANJE MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA U SUZBIJANJU AKTUALNE KRIZE U ZEMLJAMA SREDIŠNJE I ISTOČNE EUROPE

THE INTERNATIONAL MONETARY FUND'S ACTION ON THE REPRESSION OF THE CURRENT CRISIS IN COUNTRIES OF THE CENTRAL AND EASTERN EUROPE

SAŽETAK: Međunarodni monetarni fond kroz uvjetovanost svojih zajmova nameće primjenu restriktivnih domaćih politika svim zemljama koje od njega zatraže financijsku pomoć. Cilj rada je detaljnije analizirati navedenu problematiku u svjetlu globalne financijske i ekonomske krize iz 2008. godine, koja je zadesila i zemlje Središnje i Istočne Europe preko financijskog i manjim dijelom izvoznog kanala, te argumente sve glasnijih zagovaratelja redefiniranja uloge Međunarodnog monetarnog fonda i uvjetovanosti njegovih zajmova. Analiza djelovanja Međunarodnog monetarnog fonda u zemljama Središnje i Istočne Europe krajem 2008. i tijekom 2009. godine, pokazuje kako stoji činjenica da je Međunarodni monetarni fond primjenjivao isti recept za zemlje regije koje su mu pristupile kao glavnom službenom međunarodnom pružatelju posljednjeg utočišta. U slučaju tih zemalja, uvjetovanost zajmova svakako se može smatrati opravdanom jer su one vodile nekvalitetne procikličke fiskalne politike u fazi ekspanzije zbog čega između ostaloga, kada je došlo do prevrata u tokovima međunarodnog kapitala, nisu imale prostora za primjenu diskrecijskih mjera fiskalne politike. Unatoč još nekim argumentima koji potvrđuju opravdanost takvog ponašanja Međunarodnog monetarnog fonda, postoji potreba da se redefinira njegova sadašnja uloga međunarodnog pružatelja posljednjeg utočišta.

KLJUČNE RIJEČI: Međunarodni monetarni fond, zemlje Središnje i Istočne Europe, međunarodni pružatelj posljednjeg utočišta

ABSTRACT: The International Monetary Fund through conditionality on its loans imposes the appliance of restrictive domestic policies to all countries that ask for its financial assistance. The goal of this paper is to analyze mentioned issues in greater detail in light of the global financial and economic crisis of the year 2008, which also afflicted coun-

¹ Docentica na Katedri za međunarodnu ekonomiju na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu

² Agencija za integralni transport d.o.o.

tries of Central and Eastern Europe through financial and to a lesser extent export channel, as well as arguments of more and more louder advocates of redefining of the International Monetary Fund's role and the conditionality of its loans. The analysis of the International Monetary Fund's action in countries of Central and Eastern Europe in the end of 2008 and through the year 2009, reveals how the fact remains that the International Monetary Fund used the same recipe for the region countries which approached it as the primary official international lender of last resort. In case of these countries, loan conditionality can certainly be considered as justifiable because they were conducting low-grade procyclical fiscal policies in the expansion phase which was the cause why they among other things, had no scope for discretionary measures of fiscal policy, when the overturn of the international capital flows came into effect. Despite some other arguments that confirm adequacy of such conduct by the International Monetary Fund, there is a need to redefine its present role as the international lender of last resort.

KEY WORDS: International Monetary Fund, countries of the Central and Eastern Europe, international lender of last resort

1. UVOD

Opće je poznato da Međunarodni monetarni fond (engl. *International Monetary Fund* – IMF) nameće programe štednje svim zemljama koje od njega zatraže financijsku pomoć. Takvi programi vjerojatno povećavaju otpor IMF-ovim preporukama, osobito u zemljama s tržištima u nastajanju. Pitanje koje se samo od sebe nameće jest da li se akcije Međunarodnog monetarnog fonda mogu smatrati opravdanim u uvjetima dubokih recesija kada se od mjera ekonomske (pogotovo fiskalne) politike očekuje da budu usmjerene na povećanje domaće proizvodnje i zapošljavanja.

Osnovni cilj rada je analiza uloge Međunarodnog monetarnog fonda u rješavanju problema nastalih uslijed aktualne krize u zemljama Središnje i Istočne Europe (engl. *Central and Eastern Europe* – CEE) koje su s njim sklopile *stand-by* aranžman ili kojima su odobrena financijska sredstva preko olakšica (engl. *facilities*) krajem 2008. i tijekom 2009. godine. Naime, radi se o regiji kojoj pripada i Hrvatska. Model ubrzanog gospodarskog razvitka kojeg je primjenjivala većina zemalja analizirane regije, rezultirao je deficitima na tekućem računu platne bilance i rastom vanjskoga duga, čija je otplata postala problem u uvjetima globalne krize. Zanimljivo je vidjeti koje su pouke iz nastale situacije mogle izvući zemlje usporedive s Hrvatskom. Sljedećih se šesnaest zemalja (prema abecedi) uvrštava pod regiju Središnje i Istočne Europe: Albanija, BJR Makedonija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Češka, Crna Gora, Estonija, Hrvatska, Latvija, Litva, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija i Srbija.

Rad je podijeljen u šest dijelova. U uvodnom dijelu prikazano je istraživačko pitanje, određen je glavni cilj istraživanja te je objašnjena struktura rada. Drugi se dio osvrće na samo porijeklo Međunarodnog monetarnog fonda, na njegovu početnu primarnu ulogu koja mu je namijenjena unutar prethodnog Brettonwoodskog međunarodnog monetarnog sustava, ali i na novu primarnu ulogu koja je postepeno usvojena nakon njegova raspada. Glavni kanal financiranja IMF-a je onaj preko Općeg odjela (engl. *General Department*), stoga treći dio detaljnije analizira kako on funkcionira. U četvrtom dijelu analizira se podrška

Međunarodnog monetarnog fonda onim zemljama regije koje su se morale osloniti na njegove programe u suzbijanju posljedica aktualne krize, te se pruža kratki osvrt na Hrvatsku. Peti dio ispituje da li IMF efikasno obavlja trenutnu primarnu ulogu te potrebu njene redefinicije. Šesti dio rada odnosi se na zaključak.

2. TRANSFORMACIJA PRIMARNE ULOGE MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA

Drugi svjetski rat produbio je sve dotadašnje probleme u međunarodnim valutnim odnosima i svjetskoj razmjeni koji su se pojavili nakon sloma zlatnog standarda. Nesređenost valutnih prilika i znatne teškoće u međunarodnim plaćanjima tražile su svoje razrješenje. Stoga se već prije završetka Drugog svjetskog rata postavljalo pitanje kako da se svlada valutni kaos i teškoće u kojima će se naći sustav međunarodnih ekonomskih odnosa i plaćanja nakon završetka rata. To pitanje bilo je predmet rasprave na međunarodnoj konferenciji održanoj u Bretton Woodsu u srpnju 1944. godine. Kao polazna osnova za rješenje problema bila su izrađena dva plana: Keynesov plan i plan H. Whitea (direktora za monetarna istraživanja u Ministarstvu financija SAD) (Perišin i ostali, 2001., str. 386.).

Na temelju ta dva plana izrađen je: Zajednički plan (engl. *Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund of the United and Associated Nations*) s više elemenata Whiteova plana, ali i znatno elastičniji od njega, koji je bio raspravljani i gotovo u potpunosti i jednoglasno usvojen na konferenciji u Bretton Woodsu u srpnju 1944. godine (Perišin i ostali, 2001., str. 387.). Whiteov plan je polazio od osnivanja posebnog, međunarodnog stabilizacijskog fonda čija bi se sredstva formirala na načelu kvota (koje bi se uplaćivale u zlatu ili konvertibilnim devizama), a davale bi pravo na određeni broj glasova u Skupštini IMF-a i pravo na kupovinu valuta drugih zemalja od IMF-a radi otklanjanja neravnoteže u platnoj bilanci. Prvorazrednu ulogu u međunarodnim plaćanjima imalo bi zlato i konvertibilne devize, na prvom mjestu dolar. Intervalutna vrijednost valuta zemalja članica IMF-a utvrđivala bi se prema zlatu ili, u određenom ekvivalentu zlata i dolara, prema dolaru (Perišin i ostali, 2001., str. 386.).

‘Prihvaćanjem tog plana, 22. srpnja 1944. godine, osnovan je Međunarodni monetarni fond sa svojim „blizancem“ Međunarodnom bankom za obnovu i razvoj (engl. *International Bank for Reconstruction and Development – IBRD*), koja se naziva Svjetska banka’ (Perišin i ostali, 2001., str. 387.), pri čemu ‘IMF dobiva ovlaštenja da nadzire međuvalutarne odnose, kako bi se stvorili povoljniji uvjeti za međunarodnu trgovinu i gospodarsku suradnju’ (Stančić, 1994., str. 47.). Tako je u konačnici stvoren Brettonwoodski sustav kao dolarsko-zlatni standard. Prema izvornim odredbama, sve zemlje fiksiraju svoje tečajeve s obzirom na zlato, ali nisu trebale zamjenjivati svoje valute za zlato. Samo je US dolar ostao konvertibilan u zlato (\$35/oz sa središnjim bankama, a ne s privatnim osobama). Prema tome, svaka zemlja je utvrdila svoj tečaj prema US dolaru i izračunala zlatni paritet svoje valute. Sve valute su fiksirane u odnosu prema US dolaru, a službena dolarska cijena zlata bila je nepromjenjiva (\$35 po unci) (Grgić i Bilas, 2008., str. 629-630.). Fiksiranjem deviznih tečajeva nastojala se zadržati stabilnost i disciplina iz razdoblja zlatnog standarda, dok su se nedostajuća fleksibilnost i žrtvovanje ciljeva unutarnje ravnoteže nastojali izbjeći uvođenjem mogućnosti devalvacije/revalvacije domaće valute u uvjetima „fundamentalne

neravnoteže“ (velikog ustrajnog deficita/suficita tekućeg računa platne bilance) uz nadzor i odobrenje Međunarodnog monetarnog fonda. Jedina zemlja bez mogućnosti devalvacije su SAD, otuda proizlazi asimetrija mehanizma automatskog prilagođavanja u Brettonwoodskom međunarodnom monetarnom sustavu (Beker Pucar, 2010.).

Tako bi se u situaciji kada su zemlje imale deficit tekućeg računa platne bilance i kada su gubile međunarodne rezerve, fiksni devizni tečajevi održavali uz pomoć kredita Međunarodnog monetarnog fonda, financiranih od strane zemalja članica. ‘IMF je mogao na osnovu svoje moći diktirati uvjete pri davanju takvog kredita, odnosno mogao je ohrabrivati deficitne zemlje na primjenu restriktivne monetarne politike’ (Mishkin, 2010., str. 470.) kako bi se povećala ponuda međunarodnih rezervi i pritom smanjio deficit tekućeg računa koji ‘se reflektira na deviznom tržištu putem povećanja potražnje za devizama... uslijed potrebe plaćanja povećanog uvoza, i/ili smanjenjem ponude deviza uslijed smanjenja priljeva deviza zbog pada izvoznih aktivnosti’ (Beker Pucar, 2010., str. 18.). Zemlji je bilo dopušteno devalvirati vlastitu valutu i podići devizni tečaj na novu, višu ravnotežnu razinu jedino ako ni kreditiranje IMF-a nije bilo dostatno da se spriječi probijanje gornje granice fluktuacije (+1% od vrijednosti pariteta) kojeg izaziva deficit tekućeg računa platne bilance. Korekcija pariteta prema gore ukazuje na službeno priznavanje pada vrijednosti domaće valute u odnosu na dolar. Bez restriktivnog prilagođavanja i spuštanja razine cijena na teret unutarnje ravnoteže, devalvacija pojeftinjuje domaće proizvode i poskupljuje strane proizvode što bi trebalo ispraviti vanjsku neravnotežu (Beker Pucar, 2010., str. 24.). ‘Vidljiva je slabost Brettonwoodskog sustava bila to što, iako su zemlje s deficitom koje su gubile rezerve mogle biti pritisnute na devalvaciju svojih valuta ili kontrakcijske politike, IMF nije imao način prisile zemalja sa suficitom na promjenu tečaja ili vođenje ekspanzivnije monetarne politike’ (Mishkin, 2010., str. 471.).

U suštini, problem održivosti Brettonwoodskog međunarodnog monetarnog sustava proizašao je iz ekonomske politike SAD koja je morala biti izuzetno odgovorna i disciplinirana u smislu održavanja zlatnog pariteta. Jasno je da održavanje fiksnog deviznog tečaja i vanjske ravnoteže (iz primjera zlatnog standarda) podrazumijeva žrtvovanje unutarnje ravnoteže. Drugim riječima, kronični deficit se nije mogao ispraviti devalvacijom, ali se morao ispraviti restriktivnim prilagođavanjem odnosno restriktivnom ekonomskom politikom. Međutim, restriktivno prilagođavanje (smanjenje ekonomskih aktivnosti i zaposlenosti) bila je previsoka cijena koju američke ekonomske vlasti nisu imale namjeru platiti (Beker Pucar, 2010., str. 25.). Naposljetku su rast deficita tekućeg računa SAD (rat u Vijetnamu), pomanjkanje povjerenja od strane Europljana, ali općenito i ostalih suficitarnih zemalja, da se drže dolarski depoziti, porast repatrijacija dolara u SAD te rast cijene zlata i formiranje dvostruke cijene zlata doveli do napuštanja sustava fiksnih tečajeva i konvertibilnosti dolara u zlato te demonetizacije zlata. Gubitak povjerenja prisilio je predsjednika Nixona da suspendira službene kupnje i prodaje zlata 15. kolovoza 1971. (Grgić i Bilas, 2008., str. 630.). ‘Pokušaji ponovnog oživljavanja Brettonwoodskog sustava Smithsonijanskim sporazumom u prosincu 1971. propali su te su od 1973. godine Amerika i njeni trgovinski partneri dogovorili da će dopustiti fluktuiranje tečaja’ (Mishkin, 2010., str. 471.). U takvim uvjetima nije došlo do ukidanja Međunarodnog monetarnog fonda već mu se postupno počinje pridavati nova primarna uloga međunarodnog pružatelja posljednjeg utočišta (engl. *international lender of last resort*). ‘Ta je uloga izbila na čelo tijekom 80-ih godina 20. stoljeća i dužničke krize zemalja trećeg svijeta u kojoj je IMF pomogao zemljama u razvoju kod vraćanja njihovih dugova’ (Mishkin, 2010., str. 476.).

Tradicionalna koncepcija po kojoj središnja banka djeluje kao pružatelj posljednjeg utočišta nije istovjetna koncepciji po kojoj IMF obavlja tu ulogu, ali su zato ove dvije koncepcije u nekim aspektima podudarne. U skladu s Bagehotovim³ pravilima, institucija treba zadovoljiti barem tri preduvjeta kako bi bila u mogućnosti djelovati kao efikasan pružatelj posljednjeg utočišta: mora biti u mogućnosti vjerodostojno se obvezati na pružanje dostatne likvidnosti kako bi se kriza razriješila; trebala bi zahtijevati kolateral kao test solventnosti i kao zaštitu u slučaju neplaćanja na vrijeme te bi trebala pozajmljivati s natprosječnim kamatnim stopama kako bi se zaštitila od stvaranja moralnog hazarda i kako bi pružala poticaj za ranu otplatu (Irwin i Salmon, 2006., str. 317.). Vežano uz prvi preduvjet, prema nekim ekonomistima 'IMF nikako ne može biti pružatelj posljednjeg utočišta, zato što za razliku od domaćih središnjih banaka ne može tiskati novac te stoga ne posjeduje neograničena sredstva' (Cline, 2006., str. 297.). Drugim riječima, njihov argument je taj 'da bez mogućnosti kreiranja neograničene količine novca, navodni pružatelj posljednjeg utočišta nema kredibilitet te stoga ne može stabilizirati paniku' (Fischer, 2004a., str. 12.). Fischer (2004a.) objašnjava kako je IMF uvijek imao spreman pristup dostatnoj likvidnosti čime prolazi prvi test. 'Njegova financijska struktura, slična onoj od kreditne unije, otvara pristup udruženim sredstvima koja se mogu pozajmljivati zemljama članicama' (Fischer, 2004a., str. 20.). IMF isto tako 'može povećati korištenje vlastitih sredstava kroz posudbu. Nadalje,... vlade članica i druge međunarodne financijske institucije mogu značajno pridonijeti paketima financijske pomoći' (Fischer, 2004a., str. 21.). I naposljetku, IMF 'ima sposobnost... da za vrijeme krize kreira međunarodne rezerve' (Fischer, 2004a., str. 20.). Dakle, u slučaju duboke krize IMF bi mogao biti ovlašten „ubaciti“ međunarodni kapital i povući ga kad kriza prestane, na način analogan onom koji primjenjuje središnja banka – kreacijom i selektivnom alokacijom specijalnih prava vučenja (engl. *Special Drawing Rights* – SDR). Bilo bi dovoljno postaviti sustav kontingenata u alokaciji koji bi se aktivirao samo u slučaju sistemskog kreditnog sloma. U takvim bi slučajevima sve zemlje primile alokaciju, a one na koje kriza nije značajnije utjecala svoju bi alokaciju stavile na raspolaganje administrativnom računu IMF-a čija bi sredstva koristile zemlje što se suočavaju s opasnom krizom likvidnosti (Perišin i ostali, 2001., str. 403.). Zatim, 'Statut dopušta IMF-u da traži kolateral, ali se to rijetko kada desilo. IMF... se smatra povlaštenim kreditorom... čiji je kolateral prijetnja zabrane pristupu globalnim tržištima kapitala (međunarodnim financijskim tržištima općenito)' (Fischer, 2004a., str. 26.) te 'prešutna ili otvorena prijetnja isključenja iz IMF-a' (Mussa, 2006., str. 421.) onim zemljama koje ne plaćaju na vrijeme. 'To je glavni, te moćan i efikasan, poticaj za zemlje da vrate dug – u potpunosti i na vrijeme, što je gotovo uvijek i slučaj' (Fischer, 2004a., str. 26.). Međunarodni monetarni fond 'stječe dodatnu sigurnost programima prilagođavanja kroz koje se zemlje obvezuju kada pozajmljuju od IMF-a, što bi trebalo poboljšati platnu bilancu i omogućiti zemlji da vrati dug' (Fischer, 2004b., str. 110.). Iz tih razloga, primjereno je da IMF naplaćuje niske kamatne stope na svoje zajmove. Drugi razlog leži u tome da bi veoma visoke kamatne stope povećale mogućnost da će zemlja teško prebroditi svoje teškoće u međunarodnim plaćanjima zbog toga što bi previsoke kamatne stope nametnute od IMF-a smanjile sredstva dostupna za servisiranje drugih obveza (Mussa, 2006.). Pritom se još može spomenuti i argument Fischera (2004a., 2004b.) koji ističe kako IMF ipak zadovoljava i treći preduvjet kroz premiju koju

³ Walter Bagehot je autor poznatog djela koje obrađuje tematiku pružatelja posljednjeg utočišta, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, iz 1873.

zahtijeva za pristup većim sredstvima pod dodatnim rezervnim financiranjem (engl. *Supplemental Reserve Facility* – SRF). Inače, ‘u oba konteksta, domaćem i međunarodnom, ključna pretpostavka je da će nakon obnove povjerenja doći do povrata privatnog pozajmljivanja te da će središnja banka (ili Međunarodni monetarni fond) što prije biti isplaćeni’ (Cline, 2006., str. 295.).

3. NAČIN FUNKCIONIRANJA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA U OKVIRU OPĆEG ODJELA

Baš kao što se za središnju banku kaže da je pružatelj posljednjeg utočišta ‘zato što je sposobna pozajmljivati – te mora pozajmljivati kako bi spriječila propadanje solventnih banaka – u razdobljima kada niti jedan drugi pozajmljivač ili nije sposoban ili nije voljan pozajmljivati u dovoljnim količinama kako bi se spriječila ili okončala financijska panika’ (Fischer, 2004a., str. 8-9.), tako i IMF djeluje kao pružatelj posljednjeg utočišta na međunarodnoj razini za zemlje koje su suočene s krizom vanjskog financiranja. Kod takve se krize, zemlja – pri čemu se misli i na javni i na privatni sektor unutar zemlje – u pravilu suočava sa snažnom potražnjom za deviznim sredstvima (Fischer, 2004a., str. 18.). U strogo ograničenoj mjeri, IMF isto tako funkcionira kao pružatelj zajmova najsiromašnijim zemljama u razvoju pod koncesijskim uvjetima (često u suradnji sa Svjetskom bankom). Kroz svoju moć da kreira i poništava specijalna prava vučenja (SDR) strogo u skladu s kvotama članica, IMF raspolaže s mogućnošću povećanja ili smanjenja opće ponude međunarodnih rezervi (Mussa, 2006., str. 413.).

U okviru Općeg odjela, odvijaju se IMF-ove uobičajene operacije pozajmljivanja. Sve započinje s upisom kapitala od strane članica u obliku kvota. To se provodi preko računa općih sredstava (engl. *General Resources Account* – GRA), koji se vodi u Općem odjelu IMF-a. Inače se sredstva IMF-a drže unutar Općeg odjela, kojeg čine tri odvojena računa: račun općih sredstava (GRA), račun specijalnih isplata (engl. *Special Disbursement Account* – SDA) i račun ulaganja (engl. *Investment Account*). GRA je glavni račun IMF-a te se preko njega obavlja najveći dio transakcija između IMF-a i njegovih članica. GRA se najbolje može opisati kao „bazen“ rezervnih sredstava („upotrebljivih“ valuta, odnosno valuta koje pripadaju članicama s „jakom“ vanjskom pozicijom te SDR-ova) i drugih valuta izgrađen na temelju u potpunosti upisanog kapitala članica u obliku kvota. Financijska struktura IMF-a se temelji na principu da je upis kvote osnovni izvor financiranja za GRA. Četvrtina upisa kvote je obično plaćena u rezervnim sredstvima, dok je ostatak plaćen u domaćoj valuti (IMF, Treasurer’s Department, 2001., str. 19.). Postoje tri vrste financijskih politika IMF-a putem kojih ta institucija upravlja različitim oblicima korištenja svojih financijskih sredstava unutar uobičajenih operacija pozajmljivanja: politika kreditne tranše, specijalne politike ili olakšice i politika rezervne tranše.

‘Od najranije povijesti institucije, kredit IMF-a bio je dostupan u tranšama (segmentima)’ (IMF, Treasurer’s Department, 2001., str. 40.). Članica može koristiti sredstva IMF-a na način da izvrši kupnju valute druge članice za vlastitu, domaću valutu u četiri jednake tranše. Svaka tranša iznosi 25% iznosa kvote članice kod IMF-a. Uvjeti korištenja kreditnih tranši diferencirani su tako da su utvrđeni liberalniji uvjeti korištenja sredstava u okviru prve kreditne tranše, od uvjeta korištenja ostalih tzv. gornjih kreditnih tranši (engl.

upper credit tranches). Primjerice, kod prve kreditne tranše ne primjenjuju se klauzula o konzultacijama (engl. *review clause*), kriteriji izvršenja (engl. *performance criteria*) i obročno korištenje sredstava (engl. *phasing of purchases*) (Radošević, 1994., str. 100.). Posljednja dva principa podrazumijevaju to da je financijska pomoć unutar gornjih kreditnih tranši dostupna u obrocima, koji su u pravilu kvartalni te koji su povezani s pridržavanjem specifičnim uvjetima ekonomske politike od strane zemlje koja posuđuje (IMF, Treasurer's Department, 2001.). Ti 'uvjeti koje je potrebno ispuniti da bi se dobili zajmovi od IMF-a često se nazivaju IMF-ovom uvjetovanošću' (Grgić i Bilas, 2008., str. 635.), a 'dogovoreni su s članicom pod ugovorima koji se zovu „aranžmani“ („programi“)' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 20.).

'Programi IMF-a obuhvaćaju nekoliko različitih tipova uvjetovanosti, od kojih se svaki razlikuje po stupnju po kojem su oni obvezujući za zajmoprimca' (Copelovitch, 2010., str. 52.). Kvantitativni kriteriji izvršenja se odnose na kvantitativno ciljanje makroekonomskih varijabli koje se nalaze pod kontrolom vlasti kao što su smanjenje proračunskog deficita, devalvacije, smanjivanje domaće kreditne ekspanzije. Razlikujemo i „strukturne“ kriterije izvršenja poput uklanjanja kontrole cijena i kamatnih stopa, smanjivanja trgovinskih barijera i privatizacije državnih poduzeća (Grgić i Bilas, 2008.). 'Od članica se također može očekivati da usvoje određene korektivne mjere prije odobravanja... aranžmana (engl. *prior actions*), ako će to biti neophodno da omogući usvajanje i provođenje programa' (Radošević, 1994., str. 87.). Poput kriterija izvršenja, te mjere predstavljaju „čvrste“ uvjete: moraju se implementirati ukoliko zemlja želi dobiti IMF-ov zajam. U stvari, spomenute korektivne mjere su donekle „čvršći“ uvjeti od kriterija izvršenja budući da se moraju implementirati prije primanja prve tranše zajma, dok se kriteriji izvršenja moraju implementirati da bi se aktiviralo puštanje naknadnih tranši. Mnogi zajmovi IMF-a isto tako često uključuju neobvezujuće „mekše“ uvjete, čije neispunjenje ne vodi automatski ka suspendiranju zajma. „Meki“ uvjeti u pravilu dolaze u dva oblika: indikativnih ciljeva (engl. *indicative targets*), koji su po sadržaju slični kvantitativnim kriterijima izvršenja, ali su obično postavljeni za kasnije mjesece programa i strukturnih mjerila (engl. *structural benchmarks*) koji su pak po sadržaju slični strukturnim kriterijima izvršenja. Mjerila predstavljaju uvjete čiju implementaciju 'nije moguće nadzirati dovoljno objektivno da bi ih se svrstalo pod kriterije izvršenja ili to mogu biti uvjeti koji se postepeno ostvaruju u okviru ključnog procesa reforme, a koji zasebno ne dovode do prekida financiranja IMF-a' (Copelovitch, 2010., str. 52-53., prema IMF, 2005.). Postoje tzv. datumi testiranja (engl. *test dates*) kada se moraju zadovoljiti kriteriji izvršenja. Oni 'se u pravilu postavljaju u kvartalnim intervalima' (Mussa i Savastano, 1999., str. 91.). 'Ukoliko ostvareni kriteriji izvršenja odstupaju od utvrđenih aranžmanom, IMF može odobriti izuzeće (engl. *waiver*), ako je odstupanje neznatno, reverzibilno i ne ugrožava ostvarivanje ciljeva „programa stabilizacije“ („programa strukturnog prilagođavanja“ kako ga definira IMF), ili je članica poduzela odgovarajuće politike' (Radošević, 1994., str. 91.). 'Neke kupnje pod aranžmanima su uvjetovane završetkom redovnih revizija programa (engl. *program reviews*). One omogućuju ocjenjivanje napretka glede politika koje nije lako kvantificirati ili definirati unutar kriterija izvršenja' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 145.).

Korištenje prve kreditne tranše podrazumijeva da su platno-bilančni problemi relativno mali. Ona se može koristiti u okviru izravnih kupnji sredstava od IMF-a [što se rijetko dešava] ili kao dio aranžmana u višim kreditnim tranšama (Stakić i Barać, 2010., str. 21.). 'Pristup gornjim kreditnim tranšama se obično ostvaruje u okviru *stand-by* aranžmana'

(IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 41.), koji 'se sklapaju sa zemljama članicama s privremenim ili cikličnim problemima u platnoj bilanci' (Grgić i Bilas, 2008., str. 634.). *Stand-by* aranžmani obično traju od 12 do 18 mjeseci, ali se mogu i produžiti do maksimalno 3 godine. Otkup vlastite valute se očekuje svaka tri mjeseca u razdoblju od 2¼ do 4 godine nakon svake kupnje, ali i kod otkupa postoji mogućnost produženja na maksimalno razdoblje od 3¼ do 5 godina (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 41-42.). 'Kamatna stopa je prosječna kamatna stopa na tržištu novca u najvećim industrijaliziranim zemljama plus mala premija' (Grgić i Bilas, 2008., str. 634.). Pod *stand-by* aranžmanom 'svaka zemlja članica može posuditi do 100% svoje kvote godišnje i 300% kumulativno u dužem razdoblju od godine dana ovisno o slučaju svake zemlje' (Grgić i Bilas, 2008., str. 634.). 'Ta ograničenja se mogu prijeći u izvanrednim okolnostima' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 31.).

Članice isto tako posuđuju s GRA-a pod specijalnim politikama ili olakšicama, koje 'se uvode još od 1960-ih u svrhu suočavanja s različitim problemima platne bilance koji imaju specifične uzroke' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 39.). IMF je tijekom godina uspostavio nekolicinu olakšica 'koje su na kraju ili ukinute ili im je dopušteno da isteknu' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 40.). Trenutno se mogu istaknuti tri olakšice kao najvažnije:

1. Dopunska olakšica (engl. *Extended Fund Facility* – EFF): daje se zemljama članicama, primarno, zemljama u razvoju s održivim, strukturnim deficitom tekućeg računa. Dogovoreni ekonomski ciljevi se moraju ostvariti u 3 do 4 godine. Ti zajmovi imaju dospijeeće 4½ do 10 godina, daju se po jednakim kamatnim stopama kao i *stand-by* aranžmani (Grgić i Bilas, 2008., str. 635.), te za njih vrijede jednaka ograničenja kao i za *stand-by* aranžmane.
2. Dodatno rezervno financiranje (SRF): ta je mogućnost uspostavljena u vezi s krizom u Aziji i rabi se za proširenje davanja zajmova zemljama s velikim problemima u platnoj bilanci i pritiskom na devizne rezerve zbog iznenadnoga kolapsa povjerenja. Ti su zajmovi dopunski prethodno spomenutima (*stand-by* aranžmanu ili dopunskoj olakšici), dospijevaju u roku 2 do 2½ godine, daju se uz jednaku kamatnu stopu kao *stand-by* aranžmani plus 3 do 5% premije (Grgić i Bilas, 2008., str. 635.). Sama olakšica 'nije predmet izričitih ograničenja...', ali se u slučaju SRF-a u obzir uzima i likvidnosna pozicija IMF-a' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 31.).
3. Izvanredna pomoć (engl. *Emergency assistance*): kod pojave deficita u platnoj bilanci koji je rezultat iznenadne i nepredvidive prirodne katastrofe ili poslijeratnog razdoblja, IMF je spreman pružiti izvanrednu pomoć. Odobravanje takve vrste pomoći zahtijeva izravnu kupovinu 25% uplaćene kvote pod uvjetom da zemlja članica surađuje s IMF-om. U slučaju da se zemlja nalazi u poslijeratnom razdoblju, IMF može osigurati dodatnih 25% od uplaćene kvote (Perišin i ostali, 2001., str. 396.). Zajmovi se daju po jednakim kamatnim stopama kao i *stand-by* aranžmani i dospijevaju u roku 3¼ do 5 godina (IMF, Treasurer's Department, 2001.).

'Kupnja u okviru rezervne tranše označava kupnju specijalnih prava vučenja od strane članice ili valute druge članice u zamjenu za vlastitu valutu koja ne izaziva porast depozita u valuti članice na računu općih sredstava IMF-a iznad njezine kvote' (Radošević, 1994., str. 99.). Ona 'ne podliježe uvjetovanosti, pristojbama ili očekivanjima i obvezama otkupa' (IMF, Treasurer's Department, 2001., str. 66.), pošto se korištenje rezervne tranše ne smatra

kao korištenje kredita kod IMF-a. Članica može koristiti rezervnu tranšu u svako doba i to tako da deponira vlastitu, domicilnu valutu na račun općih sredstava IMF-a u iznosu 25% svoje kvote, a u zamjenu za (konvertibilnu) valutu druge članice IMF-a. Tada depoziti IMF-a u domicilnoj valuti te članice iznose 100% od iznosa kvote (Radošević, 1994., str. 100.).

4. PODRŠKA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA ZEMLJAMA SREDIŠNJE I ISTOČNE EUROPE U PREVLADAVANJU AKTUALNE KRIZE

4.1. Razlozi sudjelovanja zemalja Središnje i Istočne Europe u programima Međunarodnog monetarnog fonda

Financijska i ekonomska kriza začeta unutar *subprime* dijela američkog hipotekarnog tržišta, ujedno i najveća globalna kriza još od Drugog svjetskog rata, pogodila je svijet 2008. godine. Prvi financijski udar krize najviše su osjetile zemlje koje su najviše integrirane u svjetsku ekonomiju, osobito njihovi globalizirani financijski centri. Stoga je početni val gospodarskih problema bio fokusiran na zemlje razvijene financijske infrastrukture (SAD, zemlje EU). Nakon toga, značajne posljedice krize osjećaju zemlje izvoznici budući da je financijski slom snažno djelovao na potrošačka očekivanja te smanjio potražnju. Zadnji i završni udarac osjećaju ekonomije koje imaju specifične makroekonomske neravnoteže te ih karakterizira visoka vanjska izloženost kao i neriješeni strukturni problemi (Drezgić, 2009., str. 2.).

Većina zemalja Središnje i Istočne Europe pripada zadnje navedenoj skupini. 'Zajednička karakteristika tih zemalja je da su sve prošle kroz proces transformacije od centralno-planskih, socijalističkih ka tržišnim ekonomskim strukturama i institucijama' (Kovačević, 2009., str. 5).⁴ Pritom su inozemno zaduživanje i više nego važna uloga banaka u posredovanju vanjskoga duga prema domaćim sektorima bili dijelom konvergencijskoga procesa tih zemalja prema prosječnoj razini razvoja Europske unije (Šonje, 2008.).

Završetkom razdoblja privatizacije i restrukturiranja bankovnog sektora, te poboljšanjem i usavršavanjem institucionalnog okvira financijskog sektora krajem 1990-ih, poslovne banke u regiji počinju intenzivnije kreditirati privatni sektor (Kovačević, 2009.). Bio je primjetan trend snažnog rasta kredita stanovništvu, što pokazuje snažan rast omjera kredita i depozita sektora stanovništva koji je kasnih 1990-ih u prosjeku bio manji od 20%, da bi u 2008. godini narastao na čak 83% (većina zemalja regije je već tada dosegla razinu od 90% ili više). Postoji više razloga zašto je došlo do toga (Leko ak. god. 2009./10., prema RZB Group, 2009.):⁵

⁴ Kovačević (2009.) u svoju analizu uključuje još i Bjelorusiju, Moldaviju, Rusiju te Ukrajinu.

⁵ Prema izvještaju RZB Group (2009.) zemlje CEE-a podijeljene su na tri regije. U Središnju Europu se svrstavaju: Poljska, Mađarska, Češka, Slovačka i Slovenija, pod Jugoistočnu Europu: Rumunjska, Bugarska, Hrvatska, Srbija, Bosna i Hercegovina, Albanija i Kosovo, dok pod Zajednicu nezavisnih država: Rusija, Ukrajina i Bjelorusija. Kovačević (2009., str. 16.) prikazuje podatke o sektorskoj strukturi bankovnih kredita privatnom sektoru i za baltičke zemlje, BJR Makedoniju i Crnu Goru. Kod svih pet zemalja (naročito u slučaju Latvije) zabilježen je porast kredita stanovništvu (podaci su dostupni za godine 2000., 2003. i 2006.). Kod Crne Gore nedostaju podaci za 2000. godinu.

- maloprodaja za banke predstavlja tržište sa značajnim potencijalom rasta
- dok su marže u korporativnom segmentu bile ograničene konkurencijom, u maloprodaji ograničenja nisu bila toliko izražena
- maloprodajni segment relativno je siguran posao, s obzirom na povoljniji odnos štednje i duga⁶
- maloprodaja je prilika za dodatnu zaradu kroz naknade na brojne bankovne usluge
- ‘dodatno, intenzivnijim kreditiranjem stanovništva banke su povećavale diversifikaciju kreditnih portfelja u pogledu izloženosti pojedinim sektorima, u usporedbi s ranim fazama tranzicije kada su krediti koncentrirani na nekoliko većih poduzeća dominirali tim portfeljima’ (Kovačević, 2009., str. 15.).

U početku je rast bankovnih kredita privatnom sektoru bio prvenstveno financiran iz tokova domaće štednje. Snažan porast bankovnih depozita bio je rezultat rastućeg povjerenja u bankovni sektor, kao i relativno visokih razina kamatnih stopa na depozite. Iako su depoziti rezidenata predstavljali osnovni izvor financiranja rasta kredita, priljevi novčanih sredstava iz inozemstva – bilo od banaka-majki ili zaduživanjem na međunarodnim financijskim tržištima – sve više su dobivali na značenju (Kovačević, 2009., str. 12.). Olakšan je pristup domaćih banaka međunarodnim financijskim tržištima, kao rezultat reforme bankovnog sektora, i općenito, poodmakle faze ekonomske transformacije, kao i financijske liberalizacije i integracije u EU. Opadajuće premije rizika i relativno niska razina globalnih kamatnih stopa doveli su do snižavanja troškova zaduživanja banaka na međunarodnim financijskim tržištima što je omogućilo da banke u velikom broju tranzicijskih zemalja kontinuiran kreditni rast financiraju sredstvima pozajmljenim u inozemstvu (Kovačević, 2009., str. 23.).

Reagiranje na krizu od strane međunarodnih financijskih tržišta te međunarodnih banaka koje su prekinule iznimno bitan⁷ dotok kapitala namijenjen podružnicama kako bi očuvale vlastitu likvidnost, prelilo je krizu u realni sektor većine zemalja spomenute regije. Problemi sa zaduživanjem na međunarodnim financijskim tržištima započeli su otprilike sredinom veljače 2009. godine, kada je kreditna agencija Moody's upozorila da bi mogla sniziti rejtinge bankama koje posluju u CEE-u zbog njihove velike izloženosti u toj regiji. Iako to izvješće nije donijelo nikakve nove informacije o ranjivosti matičnih banaka ili njihovih podružnica, ono je uzdrmalo povjerenje ulagača (Mihaljek, 2009., str. 253.).⁸ Što se tiče priljeva kredita međunarodnih banaka, u prvom tromjesečju 2009. godine međunarodne su banke smanjile inozemno financiranje banaka u gotovo svim zemljama u regiji. Najveća su smanjenja zabilježile banke u Slovačkoj (9,2 milijarde USD) i Češkoj (2,6 milijardi USD). Te zemlje su imale prilično likvidne bankovne sustave, pri čemu je likvidnost mjerena omjerom ukupnih kredita prema ukupnim depozitima (Slovačka je također u Eurozoni), što upućuje na zaključak da su se matične banke koristile tim tržištima za povećanje likvidnosti (Mihaljek, 2009., str. 255.).

⁶ Smatra se da rizik likvidnosti ne postoji, dokle god je omjer kredita i depozita na razini do 80%.

⁷ Mihaljek (2009., str. 254.) naglašava kako je priljev kredita međunarodnih banaka najvažnija vrsta kapitala koji dotiče u CEE-u.

⁸ Mihaljek (2009.) pod zemlje Središnje i Istočne Europe ubraja još i Tursku.

Za razliku od razvijenih zemalja koje su u skladu s konsenzusom ekonomske teorije i prakse primjenjivale diskrecijske mjere fiskalne politike u obliku fiskalnih stimulansa za obuzdavanje izuzetno teške recesije, zemlje Središnje i Istočne Europe općenito nisu imale veliki prostor za njihovu primjenu. Iz perspektive većine zemalja regije, utjecaj krize na njihovu proračunsku politiku može se sažeto vidjeti kroz smanjenje prihoda te ograničenje vanjskog zaduživanja. Najozbiljniji udar krize na proračunsku politiku se osjetio kroz prihodnu stranu. S opadajućom ekonomskom aktivnošću, svi tipovi poreznih prihoda su isto tako u padu. Međutim, veliki porast vjerojatnosti nenaplativosti kredita s jedne strane, i niska razina javnoga duga koja je bila općenito karakteristična kod zemalja Središnje, Istočne i Jugoistočne Europe (engl. *Central, Eastern and Southeastern Europe – CESEE*) u vrijeme kreditne ekspanzije s druge strane (postojale su iznimke poput Mađarske koja se smatra kao tradicionalno fiskalno nedisciplinirana država), možda se mogu činiti zagonetnima (Darvas, 2009.).⁹ Na temelju opisanih kretanja može se zaključiti da su međunarodna financijska tržišta za vrijeme kreditne ekspanzije, puno veći ponder pri ocjeni rizika pridavala fiskalnoj disciplini, nego vanjskoj zaduženosti. Naime, stupanj vanjske zaduženosti predstavlja posljedicu koja se očituje zbog kumulativnih učinaka unutarnjih deficita, odnosno viškova sektorskih investicija nad štednjom. S obzirom na to da su privatne investicije (koje su u pravilu veće od privatne štednje u zemljama u razvoju) glavni generator realne konvergencije odnosno bržega gospodarskog rasta, za održivost ukupne situacije veoma je važno da država dodatno ne pridonosi rastu zaduženosti povećanjem unutarnjih deficita, nego da ih, po mogućnosti, korigira. Slijedom te logike, međunarodni investitori pozitivnom ocjenjuju situaciju u kojoj privatni sektor ima velika ulaganja – jer vjeruje u učinkovitost tih ulaganja odnosno njihov doprinos konvergenciji i rastu – a država pokazuje disciplinu i sposobnost da suficitom na svojim računima kontrolira ukupnu potražnju kako ona ne bi imala nepoželjan učinak na eventualno pretjeran rast vanjske zaduženosti i/ili inflaciju (Šonje, 2008., str. 443.). Odgovor na pitanje zašto je došlo do tako snažnog rasta premija rizika, krije se najvjerojatnije u riziku prisutnom u dugu privatnog sektora koji je (u nekim zemljama) uglavnom bio denominiran u stranim valutama. Ne može se sa sigurnošću procijeniti opseg eventualnih propadanja banaka, te ukoliko dođe do daljnjeg pogoršanja razmjera ekonomske recesije, stečajeva te rasta nezaposlenosti i/ili ako se nastavi deprecijacija domaćih valuta, fiskalni troškovi rješavanja bankovnih kriza mogu značajno porasti, dovodeći u pitanje naplativost kredita odobrenih državi, unatoč niskim razinama javnoga duga (Darvas, 2009.).

‘Problem kreditnog ograničenja, odnosno nemogućnosti zaduživanja ili iznimno visokog troška zaduživanja, također je jedan od glavnih objašnjenja teze o procikličkoj fiskalnoj politici zemalja u razvoju’ (Drezgić, 2009., str. 3.), ali i zemalja s tržištima u nastajanju. Kako bi se saznalo je li fiskalna politika po svom karakteru prociklička, aciklička ili anticiklička, ‘korisnije je promatrati javnu potrošnju za razliku od primjerice javnih rashoda ili salda..., zato što se potonji indikatori nalaze pod snažnim utjecajem poslovnog ciklusa (primjerice kroz transfere, otplatu duga i porezne prihode), dok je javna potrošnja više izravan instrument’ (Darvas, 2009., str. 10.). Darvas (2009., str. 11.) je računao koeficijent korelacije između

⁹ Darvas (2009.) u svom radu analizira 26 zemalja Središnje, Istočne i Jugoistočne Europe: dvanaest zemalja Središnje Europe i baltičke zemlje članice EU (Bugarsku, Cipar, Češku, Estoniju, Latviju, Litvu, Mađarsku, Maltu, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku, Sloveniju), sedam europskih zemalja Zajednice nezavisnih država (Armeniju, Azerbajdžan, Bjelorusiju, Gruziju, Moldaviju, Rusiju, Ukrajinu), pet zemalja bivše Jugoslavije koje nisu članice EU (BJR Makedoniju, Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Hrvatsku, Srbiju), te Tursku i Albaniju.

godišnjeg realnog rasta BDP-a i javne potrošnje za zemlje CESEE-a i sljedeće razvijene zemlje: zemlje Eurozone-12, Dansku, Švedsku, Ujedinjeno Kraljevstvo, Švicarsku, Norvešku, Japan i SAD. Promatrana su četiri različita vremenska razdoblja. Uzorak započinje 1995. ili 2001. te završava ili u 2007. ili u 2010., gdje su podaci dostupni. Proširivanje uzorka do 2010. (s dostupnim predviđanjima) pokazuje nam kako aktualna kriza utječe na korelaciju. Zapocinjanjem uzorka u 2001. umjesto u 1995. eliminira se razdoblje Ruske krize koja je pogodila mnoge druge CESEE zemlje. Neke ranije krize specifične za pojedine zemlje su isto tako eliminirane (to se primjerice odnosi na Bugarsku, Češku, Rumunjsku i Slovačku). Nadalje, sve do kasnih 1990-ih trajala je tranzicijska recesija u slučaju mnogih zemalja Zajednice nezavisnih država stoga se polaženjem od 2001. godine dobiva više homogeno vremensko razdoblje (Darvas, 2009., str. 10.). Ukratko, iako postoje važne specifične razlike među zemljama (na primjer, samo su Cipar i Češka imale negativne korelacije u svim vremenskim uzorcima), mnoge zemlje CESEE-a pokazuju pozitivnu korelaciju između BDP-a i javne potrošnje barem u jednom proučavanom uzorku (što ukazuje na procikličnost). Suprotno od toga, korelacija je blizu nule (što potvrđuje acikličnost ili nepovezanost fiskalne politike i faze poslovnoga ciklusa) ili negativna (čime se potvrđuje anticiklički karakter fiskalne politike) u razvijenim zemljama, neovisno o proučavanom vremenskom razdoblju (Darvas, 2009., str. 12.).

Isto tako je zanimljivo osvrnuti se na zaključke Alesina et al. (2008.) koji primjećuju kako se neprestano ponavlja paradoks u vođenju fiskalne politike kada se uspoređuju razvijene i nerazvijene zemlje. Udio javne potrošnje u BDP-u za vrijeme konjunktura raste, a u vrijeme recesije pada, dok su u zemljama OECD-a kretanja suprotna. Alesina et al. (2008., str. 1008.) smatraju da je dio problema u domeni političke arene. Naime, prema njima, korumpirane vlade prisvajaju dio poreznih prihoda za neproduktivnu javnu potrošnju odnosno ubiru tzv. političke rente. Takve rente se ubiru ili izravno (putem kriminalnih radnji) od strane predstavnika vlasti ili se isplaćuju interesnim skupinama često u okviru etničkih ili religijskih skupina. Birači ne smjenjuju takvu vlast zbog toga što u vrijeme konjunktura percipiraju ekonomski rast, ali zbog nedostatka transparentnosti nemaju uvid u skrivene deficite. Takve teze potvrđuje i činjenica da više korumpirane zemlje imaju veća obilježja procikličke politike (Drezgić, 2009., str. 3.). Spomenuti rezultati istraživanja od Darvasa (2009.) koji razotkrivaju suprotan karakter fiskalne politike zemalja šire regije CESEE-a i analiziranih razvijenih zemalja, ukazuju na mogućnost takvog scenarija u zemljama Središnje i Istočne Europe.

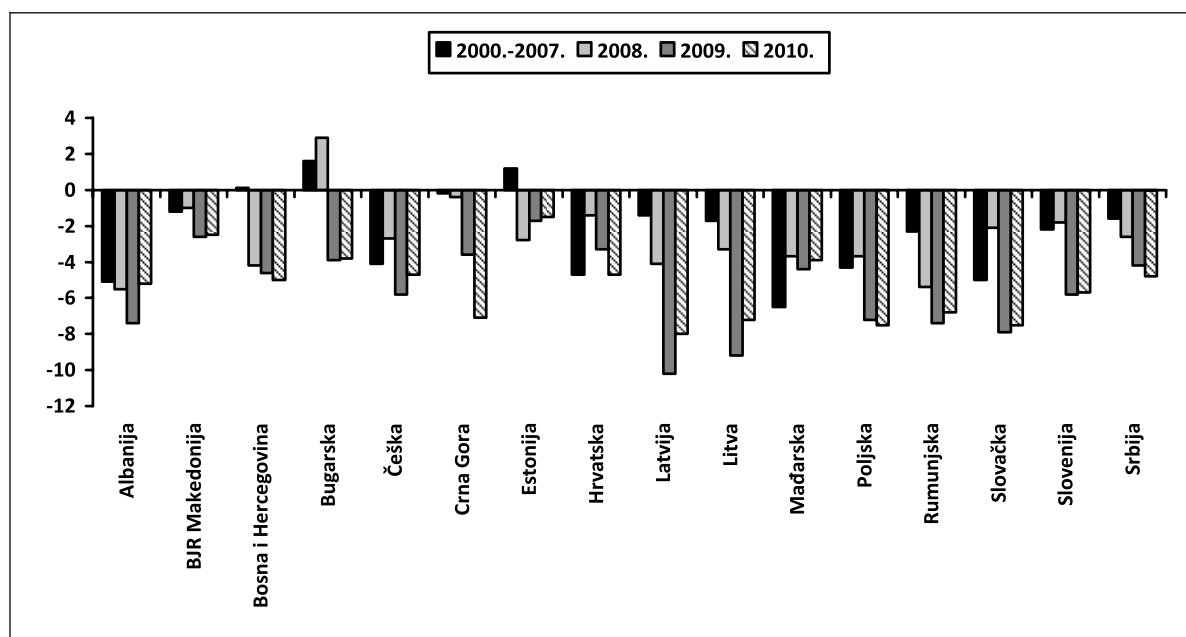
Zbog svih do sada navedenih razloga, zemlje CEE-a su imale mnogo uži ili gotovo nikakav prostor za primjenu diskrecijskih mjera fiskalne politike. Dok se većina zemalja obvezala na fiskalnu konsolidaciju (smanjenje rashoda i/ili povećanje prihoda) kako bi se smanjio deficit tekućeg računa te osigurala sredstva za otplatu dugova, manje izložene zemlje poput Poljske, Češke, Slovačke i Slovenije koristile su fiskalne stimulanse (s ciljem poništavanja učinaka krize) (Darvas, 2009.). Poljskoj inače pomaže veliko domaće tržište koje ju čini manje ovisnom o izvozu te je ona manje sklona prelijevanju kroz trgovinski kanal. S druge strane, njezin dobro kapitaliziran i profitabilan bankovni sustav je pripomogao ublažavanju moguće zaraze kroz financijski kanal. Uz to, Poljska uoči krize nije bilježila teške makroekonomske neravnoteže (Zaidi i Rejniak, 2010.).¹⁰ Češka, Slovačka

¹⁰ Zaidi i Rejniak (2010.) analiziraju bivše tranzicijske zemlje Središnje i Istočne Europe koje su članice EU: Bugarsku i Rumunjsku, baltičke zemlje (Estoniju, Latviju i Litvu) i zemlje Višegradske skupine (Češku, Mađarsku, Poljsku i Slovačku).

i Slovenija, su također imale veći prostor za fiskalni stimulans budući da njih nije toliko pogodilo naglo zaustavljanje priljeva kapitala. Radi se o izvozno orijentiranim zemljama koje su bilježile niske omjere kredita i depozita (2008. godine on je bio ispod 100%¹¹), što ukazuje na to da su njihove banke bile manje ovisne o zaduživanju. Slovenija (od 1. siječnja 2007.) i Slovačka (od 1. siječnja 2009.) su članice Eurozone, zbog čega su njihovi financijski sektori bili pošteđeni potencijalnih negativnih posljedica od deprecijacije koja je pogodila nekolicinu zemalja CEE-a. Mogućnost njihovih banaka da izravno povlače likvidnost od Europske središnje banke u kriznim vremenima svakako donosi značajne koristi (RZB Group, 2009.).

Valja istaknuti kako su Estonija i Bugarska bile rijetke zemlje koje su ostvarile visoku pozitivnu vrijednost prosječnog salda proračuna opće države, u razdoblju prije nastupanja krize (grafikon 1.). Estonija je bila najmanje pogođena recesijom među trima baltičkim zemljama. Bilježenje proračunskih suficita tijekom godina „bumova“, omogućilo je toj zemlji da akumulira znatne fiskalne rezerve koje su dosezale oko 10% BDP-a krajem 2007. godine. Kao rezultat toga, zemlja je imala zanemariv javni dug kada je ulazila u krizu. Takva povoljna situacija, uz to što ima dobro kapitaliziran bankovni sustav, omogućila je Estoniji da 2009. godine čak primjenjuje i mjere usmjerene na neznatno obuzdavanje javne potrošnje kao što je smanjenje plaća u javnom sektoru. Kako bi održala proračunski deficit ispod 3% i ostala na putu za priključenje Eurozoni 2011. godine, vlada je podržala proračunsku štednju od 6 milijardi kruna (400 milijuna eura). Ona je također usvojila 2%-no povećanje stope PDV-a na 20% te povećala trošarine na naftne derivate (Zaidi i Rejniak, 2010.). Iako je Bugarska imala snažnu potrebu za vanjskim refinanciranjem, riječ je naime o najotvorenijoj ekonomiji u Jugoistočnoj Europi s izvozom blizu 50% BDP-a, koja je bilježila najveće deficite tekućeg računa (oko 25% BDP-a u 2007. i 2008.) među svim zemljama CEE-a, ona je jedna od rijetkih zemalja koje nisu zatražile pomoć od IMF-a. Situacija nije bila tako ozbiljna zato što je Bugarska iskusila nagli pad s visokim deviznim rezervama koje garantiraju stabilnost tečajnog režima valutnog odbora koji fiksira bugarski lev prema euru. Zbog toga su ekonomija i njezin financijski sektor bili zaštićeni od potencijalnog negativnog utjecaja deprecijacije (RZB Group, 2009.). Ona je također prethodnih godina bilježila proračunske suficite, što joj je dozvolilo da 2009. primijeni fiskalni stimulans vrijedan 5,6 milijardi bugarskih leva (2,9 milijardi eura) (Zaidi i Rejniak, 2010.).

¹¹ 'Zemlje čiji je omjer kredita i depozita 2008. ostao ispod 100%, bile su Češka, Slovačka i Slovenija u Središnjoj Europi, te Bosna i Hercegovina, Albanija i Kosovo u Jugoistočnoj Europi' (RZB Group, 2009., str. 15.). Podaci od IMF-a (Mihaljek, 2009., str. 273.) ističu kako su 2008. jedino Češka i Turska bilježile omjer kredita privatnom sektoru i ukupnih depozita ispod 100% (0,8). S druge strane, baltičke zemlje su te iste godine bilježile zabrinjavajuće visoke omjere: Latvija (2,6), Estonija (2,1), Litva (1,8). Te zemlje (skupa još sa Mađarskom, Rumunjskom i Bugarskom kojima omjeri također prelaze 100%) također su bilježile veliki porast omjera gledajući razdoblje od 2002. do 2008. godine.



Grafikon 1. Saldo proračuna opće države (% BDP-a) u zemljama Središnje i Istočne Europe, 2000.-2010.

Izvor: EBRD, *Macroeconomic indicators* i IMF (2011b.), str. 13.

4.2. Uvjetovanost zajmova Međunarodnog monetarnog fonda u vrijeme aktualne krize uz osvrt na Hrvatsku

U studiji IMF-a „Pregled nedavnih kriznih programa“ objavljenoj 14. rujna 2009.¹², zaključuje se da su prethodne vanjske neravnoteže bile ključni faktor koji je mogao nagovijestiti učešće u programu; zemlje koje su zaključile aranžmane s IMF-om imale su 2007. u prosjeku deficit tekućih plaćanja za 6% BDP-a veći od zemalja koje nisu ušle u programe. Drugi razlog koji je tome doprinio jest nedostatak rezervi u odnosu na potrebe financiranja u kratkom roku. Pokrivenost rezervi u 2007. godini bila je znatno niža u zemljama koje su zaključile program nego u onima koje to nisu učinile. Konačno, prosječne stope rasta kreditne aktivnosti bile su veće u slučajevima zemalja koje su zaključile program od zemalja koje nisu imale program. U kombinaciji s vanjskim neravnotežama, kreditni „bum“ objašnjava učešće u programu. Ostali početni uvjeti (rast, inflacija, fiskalna ravnoteža i javni dug) nisu bili značajno različiti u zemljama koje su zaključile program u odnosu na one koje to nisu učinile (Lisovolik, 2009., str. 94.).

Mađarska predstavlja poseban slučaj među zemljama Središnje i Istočne Europe. Ta je zemlja bila suočena s financijskim poteškoćama čak i prije nastupa krize 2008. godine. Bilježila je ogroman proračunski deficit 2006. godine od 9,3%, daleko najviši među svim zemljama CEE-a, kao i najvišu razinu javnog duga, koja je dosegla 66% BDP-a. U donošenju svog proračuna za 2007. godinu, uvela je oštre mjere štednje koje su se uglavnom

¹² Studija uspoređuje 15 zemalja koje su sklopile *stand-by* aranžman s IMF-om od rujna 2008. do početka srpnja 2009. godine i 40 ostalih zemalja s tržištima u nastajanju (među njima su BJR Makedonija, Bugarska, Crna Gora, Češka, Estonija, Hrvatska, Litva i Poljska iz CEE-a) (IMF, 2009b.).

odnosile na ukidanje poslova u javnom sektoru. Uvedene su i važne porezne reforme koje su između ostalog uključivale i povećanje standardne stope PDV-a. S tim mjerama, zemlja je uspjela smanjiti svoj deficit na 5% BDP-a u 2007. Ona je također bila jedina zemlja CEE-a koja je postigla smanjenje deficita u razdoblju između 2007. i 2009. godine. Međutim, unatoč tim naporima i umjerenom uspjehu, Mađarska je i dalje bila u teškoj financijskoj poziciji te joj je u studenom 2008. pružena financijska pomoć od IMF-a (Zaidi i Rejniak, 2010.).

U ožujku 2009. godine, IMF je pažljivo preispitao svoj okvir pozajmljivanja. Uobičajena ograničenja pristupu sredstvima su udvostručena, nekoliko je rijetko korištenih olakšica ukinuto te je pojednostavljena struktura pristojbi i raspored dospeljeća. Uz to je uvedena i nova olakšica, fleksibilna kreditna linija (engl. *Flexible Credit Line* – FCL) koja je namijenjena članicama IMF-a s dobrim makroekonomskim pokazateljima i politikom. Nakon što je ona odobrena u skladu s unaprijed postavljenim kvalifikacijskim kriterijima, zemlje mogu pristupiti sredstvima dostupnim pod kreditom u bilo kojem trenutku, budući da se isplate ne odvijaju u obrocima niti su uvjetovane kao kod tradicionalnih programa IMF-a. Pristup je odobren na razdoblje od 12 mjeseci, s revizijom nakon 6 mjeseci, kako bi se osiguralo da je zemlja i dalje kvalificirana. Fleksibilnost instrumenta se odnosi na neograničen pristup¹³, dugoročne rokove otplate te mogućnost neograničene obnove (Janssens i Vincent, 2010.). IMF je odobrio pristup fleksibilnoj kreditnoj liniji Poljskoj u svibnju 2009. godine, u iznosu od 20,6 milijardi USD,¹⁴ dok su Mađarska, Latvija, Srbija, Rumunjska te Bosna i Hercegovina sklopile *stand-by* aranžmane krajem 2008. i u 2009. godini. Tablicom 1. prikazani su visina financijske potpore IMF-a, drugih međunarodnih financijskih institucija i zemalja te sadržaj programa koji obvezuje zemlje koje prihvaćaju potporu.

Tablica 1. Sadržaj aranžmana zemalja Središnje i Istočne Europe s IMF-om krajem 2008. i tijekom 2009. godine

Zemlja	Visina i datum odobrenja zajma	Ključni ciljevi i mjere	Dodatne informacije
Mađarska	15,7 milijardi USD, studeni 2008.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ fiskalna konsolidacija, vraćanje povjerenja u održivost javnih financija u kratkom i dugom roku ▪ kapitalizacija banaka radi prevencije rizika u okviru financijskog sustava ▪ visoka vanjska financijska podrška kako bi se minimizirali rizici duga i tečaja. 	Uz IMF, program podupire EU s 8,4 milijardi USD te Svjetska banka s 1,3 milijardi USD.

¹³ IMF očekuje kako cjelokupan pristup pod FCL-om obično neće prijeći 1000% kvote.

¹⁴ Druge dvije zemlje koje su stekle FCL bile su Meksiko i Kolumbija.

Nastavak tablice 1.

Zemlja	Visina i datum odobrenja zajma	Ključni ciljevi i mjere	Dodatne informacije
Latvija	2,4 milijardi USD, prosinac 2008.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ mjere za sprečavanje gubitaka bankovnih depozita i međunarodnih rezervi ▪ povratak povjerenja u bankovni sustav u srednjem roku i podrška restrukturiranju privatnog duga ▪ fiskalne mjere za ograničenje proračunskog deficita i priprema za ispunjavanje maastrichtskih kriterija ▪ implementacija politike dohodaka i strukturne reforme u svrhu povećanja konkurentnosti u okviru sustava fiksnog tečaja. 	Koordinirani međunarodni paket mjera koji uključuje Europsku komisiju, nordijske zemlje, Svjetsku banku, Europsku banku za obnovu i razvoj. Strane banke potvrdile su obvezu pružanja financijske potpore svojim podružnicama u zemlji.
Srbija	0,5 milijardi USD, siječanj 2009.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ fiskalno uravnoteženje 2009.-2010. s deficitom opće države od 1,75% BDP-a 2009., te daljnjom konsolidacijom u 2010. ▪ provođenje striktnih politika dohodaka u smjeru obuzdavanja plaća u javnom sektoru i rasta mirovina te smanjenje neprioritetne tekuće potrošnje kako bi se stvorio prostor za infrastrukturne investicije ▪ jačanje okvira targetiranja inflacije uz držanje fleksibilnog deviznog tečaja. 	U svibnju 2009. je financijska pomoć povećana na 4 milijardi USD.
Rumunjska	17,1 milijardi USD, svibanj 2009.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ smanjenje javne potrošnje te unapređenje dugoročne fiskalne održivosti ▪ održavanje primjerene kapitalizacije banaka i likvidnosti domaćeg financijskog tržišta ▪ podrška inflacijskom targetiranju ▪ osiguranje vanjskog financiranja te vraćanje povjerenja potrošača ▪ povećanje alokacije socijalnim programima, osobito zaštita najugroženijih umirovljenika te zaposlenika javnog sektora s niskim dohotkom. 	Uz IMF program podržavaju EU s 6,76 milijardi USD, Svjetska banka s 1,35 milijardi USD, Europska banka za obnovu i razvoj i ostale institucije s dodatnih 1,35 milijardi USD.
Poljska	20,6 milijardi USD, svibanj 2009.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ kreditna linija kao mjera opreza za unapređenje međunarodnog kredibiliteta (FCL). 	
Bosna i Hercegovina	1,6 milijardi USD, srpanj 2009.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ smanjenje strukturnog proračunskog salda većim dijelom kroz ograničenje potrošnje na plaće u javnom sektoru i kroz štednju na socijalnim transferima, kako bi se javne financije dovele na staze srednjoročne održivosti ▪ reforma sustava naknada, javne uprave i proračunskog procesa ▪ podrška adekvatnoj likvidnosti i kapitalizaciji banaka. 	

Zajmovi odobreni unutar *stand-by* aranžmana bili su 'uvjetovani primjenom opsežnog ekonomskog programa usmjerenog prema osiguranju fiskalne konsolidacije, strukturnih reformi i podrške financijskom sustavu' (Darvas, 2009., str. 21.). Imajući u vidu već spomenuti rizik prisutan u dugu privatnog sektora, ali i to da 'su financijski sustavi u tranzicijskim zemljama bankovno orijentirani, u prosjeku 85% ukupne aktive financijskog sektora otpada na bankovnu aktivu' (Kovačević, 2009., str. 5., prema Égert et al., 2006.), time i održavanje njihove stabilnosti dobiva veću težinu. Zbog zabrinutosti najvećih europskih banaka za svoje podružnice, javila se snažna međunarodna podrška stabilizaciji financijskih sustava zemalja regije i izvan okvira IMF-a, koja je još više smanjila pritisak na njihove proračunske politike. Možda posebno valja spomenuti Inicijativu za koordinaciju europskih banaka, poznatiju kao „bečku inicijativu“. Bio je to vrlo široki forum sastavljen od predstavnika vlasti svih zainteresiranih zemalja, najvećih europskih banaka, Međunarodnog monetarnog fonda, Europske banke za obnovu i razvoj, Svjetske banke i Europske komisije. Riječ je o nizu sastanaka održanih u Beču od studenog 2008. (Bošković, 2011.), koji je kulminirao potpisivanjem sporazuma 27. veljače 2009. godine. 'U okviru inicijative dogovorene su mjere kojima će matične banke podržati svoje banke-kćeri u tranzicijskim zemljama, dok su se tranzicijske zemlje obvezale podržati likvidnost banaka bez obzira jesu li u domaćem ili stranom vlasništvu' (Dokonal, 2009.). Pritom su Europska banka za obnovu i razvoj, Europska investicijska banka i Grupa Svjetske banke otkrili zajednički akcijski plan 'pružanja dvogodišnje potpore bankovnom sektoru CESEE-a i njihovom kreditiranju poduzeća (naročito malih i srednjih), u iznosu do 24,5 milijardi eura' (Darvas, 2009., str. 24.).

Ekonomska logika programa stabilizacije što ga IMF nameće zemljama kod uvjetovanja zajmova je sljedeća. Naime, da bi se zajmovi otplatili, treba povećati sredstva za njihovu otplatu. Povećanje sredstava za otplatu duga može se postići ili tako da se poveća domaća proizvodnja ili da se smanji domaća potrošnja ili da tijekom vremena proizvodnja raste brže od potrošnje. Uvijek je lakše smanjiti potrošnju nego povećati proizvodnju. To je osobito točno u kratkom roku. Zbog toga su svi programi stabilizacije, a i programi strukturnog prilagođavanja IMF-a restriktivni, jer imaju za svrhu prije svega ograničavanje domaće potrošnje. Budući da javna potrošnja vrlo često uzima veliki dio nacionalnog kolača, ona je obično prva na udaru kod svakog programa stabilizacije IMF-a (Babić, M. i Babić, A., 2003., str. 457-458.). Međunarodni monetarni fond u biti polazi od shvaćanja da su efekti smanjenja javne potrošnje značajno povoljniji po ekonomski rast od onih koje sa sobom nosi povećanje poreza. Ono je s jedne strane zasnovano na iskustvu zemalja koje nam govori kako 'je fiskalna konsolidacija zasnovana na smanjenju rashoda u većini slučajeva trajnija od konsolidacije zasnovane na prihodima' (IMF, 2011a., str. 15.). S druge strane to potvrđuju i znanstvena istraživanja, pa tako Ott (2010b., str. 77-78.) naglašava da 'će fiskalna konsolidacija uspješnije i jače potaknuti ekonomski rast ako se osloni na smanjenje javne potrošnje umjesto na povećano oporezivanje, na smanjenje plaća u javnom sektoru i socijalnih naknada umjesto smanjenja investicija, na oporezivanje potrošnje, umjesto oporezivanja dohotka'. Kad države odluče prikupiti više poreznih prihoda, najbolje je povećati standardnu stopu PDV-a te ondje gdje postoje nulte stope PDV-a, zamijeniti ih sniženima. Ukidanje nultih stopa PDV-a je za zemlje koje svoje porezne sustave usklađuju s Europskom unijom ionako nužan korak. PDV je najizdašniji, najjednostavniji, najneutralniji i za ubiranje najjeftiniji porezni oblik, pa je time i najprimjereniji za potrebe konsolidacije. Iako bi uvijek trebalo zagovarati što niže porezno opterećenje, kad vlade nemaju petlju kresati rashode, povećanje

standardne stope PDV-a najbolji je potez (Ott, 2009., str. 3-4.).¹⁵ Inače je problem u tome što korisnici javnih sredstava ucjenjuju slabe, često koalicijske vlade. Istodobno se plaće u javnom sektoru i socijalne naknade – koje u većini zemalja regije čine najveći dio javnih rashoda – predstavljaju kao unaprijed zadane stavke, što zapravo nije točno. Samo su otplate dugova unaprijed zadane stavke, a čak se i one mogu odgoditi, iako to u ovim okolnostima ne bi bio najmunđriji potez. Povećanja socijalnih naknada i plaća u javnom sektoru posljedica su dugoročnih pritisaka sindikata, umirovljenika i drugih korisnika, a u nekim od tih zemalja i ratnih veterana. Kako su se ti sporazumi sklapali i donosile te odluke i zakoni, tako se mogu sklapati i donositi novi sporazumi, zakoni i odluke (Ott, 2009., str. 3.). U svrhu poticanja vlada na poduzimanje odlučnijih poteza čak i kada izostaje podrška različitih interesnih skupina, kao odrednica uvjetovanosti nameće se i provedba fiskalnih reformi koje bi trebale uključivati Zakone o fiskalnoj odgovornosti temeljene na fiskalnim pravilima, tj. ‘samoograničavajućim limitima u vođenju fiskalne politike... (kao što su limiti iz Sporazuma iz Maastrichta, tj. ograničenja srednjoročnog proračunskog deficita i javnog duga na 3% odnosno 60% BDP-a, no poznata su i druga brojčana pravila kao npr. zamrzavanja nominalnih ili realnih ukupnih rashoda i sl.)’ (Šonje, 2010., str. 23-25.). U Mađarskoj je takav zakon prvi put donesen već 2007. godine, dok je u slučaju ostalih zemalja predstavljao dio strukturnih mjerila u sklopu *stand-by* aranžmana (Lienert, 2010.).

Ekonomska situacija u Hrvatskoj nije se bitno razlikovala, ako ćemo ju uspoređivati s okolnostima u zemljama regije, naročito onim zemljama koje su pristupile Međunarodnom monetarnom fondu. ‘Zemlja je neodgovorno predugo živjela iznad svojih mogućnosti i sada u krizi mora otplaćivati skupe međunarodne i domaće dugove koji dolaze na naplatu’ (Ott, 2010b., str. 72.). U biti ‘osnovni makroekonomski problem hrvatskoga gospodarstva jest veća domaća potrošnja od proizvodnje, a to stvara veći uvoz od izvoza, tj. deficit na tekućem računu platne bilance’ (Jurčić, 2009., str. 745.) i veći vanjski dug koji je do kraja 2008. godine povećan na 40,6 milijardi eura, te za kojeg se procjenjuje da je do kraja 2010. prešao 46 milijardi eura (IMF, 2011a., str. 35.). Grafikon 1. jasno pokazuje visoku negativnu vrijednost prosječnog salda proračuna opće države u pretkriznom razdoblju, koja je doprinijela visokom javnom i vanjskom dugu, a na to ukazuje i sektorska struktura vanjskoga duga u Hrvatskoj od 1998. do 2007. (za detalje vidi Šonje, 2008., str. 446-448.). Smanjivanje bruto domaćega proizvoda i povećanje vanjskoga duga dovodi Hrvatsku do izjednačavanja tih dviju makroekonomskih varijabli. Na dug se moraju plaćati kamate. Sada je gotovo na djelu školski primjer odnosa kamatnjaka i stope gospodarskoga rasta. Budući da Hrvatska ima gotovo istu razinu vanjskoga duga i domaće proizvodnje, za stabilno je gospodarstvo potrebno ostvarivati stopu gospodarskoga rasta veću od kamatnjaka. Gospodarski rast niži od kamatnjaka u kratko vrijeme izazvat će gospodarsku, pa zatim socijalnu nestabilnost (Jurčić, 2009., str. 745.). Međutim, ‘stalni deficiti tekućeg računa platne bilance... ukazuju i na ozbiljan nedostatak konkurentnosti’ (Ott, 2010b., str. 73.), što predstavlja razlog za zabrinutost. To još preciznije potvrđuje smanjenje udjela izvoza Hrvatske u ukupnome izvozu zemalja Središnje i Istočne Europe s 3,11% u 2000., na 1,90% u godini 2010. (UNCTAD, *UNCTADstat*). Istovremeno je došlo i do smanjenja izvoza složenijih industrijskih proizvoda, koji u pravilu imaju veću dodanu vrijednost, te do povećanja izvoza jednostavnijih primarnih proizvoda, što je također pokazatelj pada konkurentnosti (prema Jurčiću, 2009.,

¹⁵ Ott (2009., 2010b.) analizira zemlje Jugoistočne Europe: Albaniju, BJR Makedoniju, Bosnu i Hercegovinu, Bugarsku, Crnu Goru, Hrvatsku, Rumunjsku i Srbiju.

str. 746., to su njena dva najjednostavnija pokazatelja – kretanje udjela izvoza neke zemlje u ukupnome svjetskome izvozu ili u izvozu grupe zemalja u nekom razdoblju te kretanje udjela izvoznih proizvoda prema njihovoj dodanoj vrijednosti u ukupnom izvozu). Godine 2000. primarni proizvodi su sudjelovali sa 25,4% u ukupnom hrvatskom izvozu, da bi se njihov udio povećao na 30,1% 2010. godine. U istome je razdoblju smanjen udio industrijskih proizvoda sa 74,58% 2000. na 69,83% 2010. godine (DZS RH, *Robna razmjena Republike Hrvatske s inozemstvom*).

I sama misija Međunarodnog monetarnog fonda koja je boravila u Zagrebu od 5. do 16. svibnja 2011. u sklopu redovnih konzultacija po članku IV. Statuta IMF-a, pod strukturne slabosti Hrvatske uvrštava nisku konkurentnost koja će vjerojatno ograničavati srednjoročni rast i dovesti do sve većeg duga. Kako bi se poboljšala produktivnost i vanjska konkurentnost, misija IMF-a preporuča potpunu i ubranu primjenu strukturnih reformi, predviđenih Programom gospodarskog oporavka iz 2010. (i Planom za provedbu programa iz iste godine), koje prije svega uključuju povećanje stope zaposlenosti i udjela privatnog sektora, održive mirovinske i zdravstvene rashode, smanjenje javnog sektora i povećanje njegove učinkovitosti, fleksibilnije tržište rada i bolji okvir fiskalne politike (Ott, 2010c., str. 7.). Vladin Program ekonomskog oporavka i Plan za provedbu Programa manje-više sadrže ono što zagovaraju i IMF i brojni hrvatski stručnjaci, no problemi su višestruki. Prvo, Vlada ne postupa u skladu s Programom i Planom i odustaje od svake mjere čim se netko toj mjeri usprotivi. Drugo, Vlada se odlučila za pogrešan redosljed, tj. najprije će smanjivati poreze, a tek nakon toga rashode. S obzirom na prethodna oklijevanja u smanjivanju rashoda realno je bojati se da do toga neće ni doći, pa će se deficit i zaduživanje povećavati (Ott, 2010a., str. 9.). Treće, 'cilj postupnog smanjenja udjela izdataka opće države u BDP-u za tri postotna poena do 2020. nije dovoljno ambiciozan, s obzirom na to da je hrvatski proračun opće države (gotovo 50% BDP-a) bliži razinama razvijenijih zemalja nego prosjeku tranzicijskih zemalja (33% BDP-a) s kojima bi se Hrvatska trebala uspoređivati' (Ott, 2010b., str. 77.).

U priči o konkurentnosti ipak se ne smije zanemariti ni tečajna politika koju provodi monetarna vlast. IMF ne poziva na slabljenje kune radi stvaranja izvozno potaknutoga rasta, već je uočio da se neto inozemna aktiva monetarnog sektora (HNB-a i poslovnih banaka) kretala oko približno istoga prosjeka cijelo prošlo desetljeće. U međuvremenu su povećani i devizni depoziti i vanjski dug. IMF zbog toga zaključuje da neto inozemna pozicija više nije adekvatna u svjetlu povećanih međunarodnih financijskih rizika. Članovi misije IMF-a su stoga predložili da HNB treba težiti postupnom jačanju navodno preniskih međunarodnih rezervi s obzirom na rizike koji proizlaze iz vanjskih ranjivosti (Šonje, 2011b.). 'Jedan od načina da se to postigne na transparentan način jesu male dnevne unaprijed najavljene kupnje deviza od banaka, koje bi se provodile ako se ne pojave ustrajni deprecijacijski pritisci' (IMF, 2011a., str. 17.). Takvom tečajnom politikom bi se u biti prešlo na vođenje restriktivne monetarne politike. HNB bi viškove likvidnosti stvorene otkupom deviza trebala povlačiti („sterilizirati“) propisivanjem viših rezervi ili izdanjima vlastitih vrijednosnih papira s privlačnim prinomom. Pomoć vladi i bankama kroz monetarnu ekspanziju i niske kamatne stope tržišta novca više ne bi bila izvediva (za detalje vidi Šonje, 2011a.). Istodobno, naše dosadašnje iskustvo, a osobito iskustvo sličnih zemalja, ukazuje na to da bi učinak slabije valute na izvoz mogao biti mali u usporedbi s drugim efektima na izvoz kao što su rast produktivnosti kroz širenje tržišta, uvođenje novih tehnologija, inozemna izravna ulaganja i sl. On bi jednako tako mogao biti mali u usporedbi s negativnim efektima deprecijacije kao što su rast zaduženosti (u kunama) i kontrakcija potrošnje i investicija zbog pada neto

vrijednosti bogatstva (u kunama). Naposljetku, opasnost otimanja tempa deprecijacije kontroli otvara problem buđenja inflacije (Šonje, 2011b.). Iako se čini da su u usporedbi s mnogim drugim tržištima u nastajanju rezerve relativno niske u odnosu na kratkoročne obveze koje dospijevaju, one su adekvatne u odnosu na uvoz i novčanu masu. Ocjena adekvatnosti rezervi obuhvaća znatno više od promatranja nekolicine mjerila ili ponderiranih mjerila i zahtijeva da se u obzir uzmu okolnosti specifične za pojedinu zemlju, što uključuje i prirodu samih obveza. Hrvatski kratkoročni dug uglavnom se sastoji od duga domaćih banaka prema matičnim bankama u inozemstvu i kratkoročnih obveza povezanih s inozemnim izravnim ulaganjima kod kojih su rizici refinanciranja mali (IMF, 2011a., str. 2.). Sve nas to navodi na zaključak kako trenutno nema razloga da HNB mijenja dosadašnji sustav upravljanje-fluktuirajućega deviznoga tečaja, bez unaprijed obznanjenoga smjera tečaja. Ipak, Hrvatskoj kao maloj, otvorenoj i euriziranoj zemlji dugoročno ne trebaju ni aktualna tečajna politika koja permanentno podržava troškove konverzije (u vidu *spreadova* tečaja) i valutni rizik, kao ni monetarna oporba koja u slabijoj kuni odnosno obilju kunske likvidnosti vidi instant rješenje za hrvatske ekonomske probleme. Rješenje bi najvjerojatnije moglo doći u vidu uvođenja eura, a u međuvremenu će Hrvatska imati najviše koristi od vjerodostojno fiksirane cijene domaće valute. Ako iz nekog razloga nema snage i hrabrosti za fiksiranje tečaja, onda postoji i mogućnost uvođenja sustava puzećega vezanja deviznoga tečaja. Međutim, upitno je može li se takav režim kontrolirati ako se u međuvremenu pojavi kriza vjerodostojnosti i pritisak u smjeru aprecijacije deviznog tečaja. Isto tako postupna i kontrolirana deprecijacija domaće valute koju je Hrvatska već izvela krajem 1990-ih nije imala znatan učinak na izvoz, dok neto međunarodne rezerve HNB-a u takvim uvjetima nisu rastle, nego su čak padale (Šonje, 2011b.).

5. REDEFINIRANJE ULOGE MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA

Uloga u kojoj IMF djeluje kao međunarodni pružatelj posljednjeg utočišta, može se činiti kontroverznom i to u smislu da se njenim izvršenjem pomaže pri generiranju moralnog hazarda financijskih institucija i njihovih kreditora. Kako bi se to lakše shvatilo, korisno je navesti definiciju moralnog hazarda u kontekstu osiguranja. Prema Guesnerieu (1987., str. 646.), moralni se hazard 'sa stajališta osiguravajućeg društva odnosi na nepovoljne utjecaje koje osiguranje može imati na ponašanje osiguranika'. Obično se ideja o moralnom hazardu primjenjuje na bilo koju situaciju u kojoj opažanje stranke da se suočava sa smanjenjem rizika, istu tu stranku navodi na poduzimanje rizičnijih radnji, ili na zanemarivanje mjera predostrožnosti.

U domeni nacionalnog pružatelja posljednjeg utočišta, problemi vezani uz moralni hazard mogu se pojaviti u pogledu djelovanja menadžera financijskih institucija koji vjeruju da su bolje zaštićeni od rizika budući da će primiti zajmove od pružatelja posljednjeg utočišta za vrijeme krize, te u pogledu djelovanja investitora tih financijskih institucija (Fischer, 2004a., str. 15., prema Hirsch, 1977.). Na međunarodnoj razini, ti se problemi naravno vežu još i uz direktnog primatelja zajmova međunarodnog pružatelja posljednjeg utočišta, uz izvršnu vlast, odnosno uz samu vladu. U sklopu ovog rada već je spomenuto kako su programi *stand-by* aranžmana zemalja CEE-a prvenstveno orijentirani na vođenje

restriktivne fiskalne politike u skladu sa već opisanom ekonomskom logikom. Pritom se objašnjenje toga zašto IMF ne potpomaže navedenim zemljama kao izvor financiranja za vođenje ekspanzivne politike, može kriti i 'u sprečavanju potencijalne pojave moralnog hazarda – manjka fiskalne discipline zbog očekivanja intervencije IMF-a' (Drezgić, 2009., str. 11.). IMF-ova uvjetovanost isto tako pruža garanciju inozemnim vjerovnicima da će članica slijediti razumne politike prilikom suočavanja sa teškoćama u međunarodnim plaćanjima (Mussa, 2006.). U tim okolnostima se zapravo ubrzavaju strukturna prilagođavanja zemlje i time povećava povjerenje ostalih kreditora. Na taj način IMF ima ključnu ulogu u organiziranju financiranja eksterne neravnoteže neke zemlje od strane drugih zemalja, njihovih središnjih ili komercijalnih banaka kao i Svjetske banke (Babić, M. i Babić, A., 2003., str. 394.) te drugih međunarodnih financijskih institucija, ali isto tako donosi i nižu kamatu na zaduživanje.

S druge strane, ponašanje sudionika koji se nalaze u domeni nacionalnog pružatelja posljednjeg utočišta može predstavljati veći problem. Tako su tijekom financijske krize u Meksiku 1994.-1995. i u Istočnoj Aziji 1997.-1998., vlade u zemljama pogođenima krizom koristile IMF-ovu pomoć kako bi zaštitile deponente i druge kredite bankovnih institucija od gubitaka. Ta sigurnosna mreža stvara vrlo dobro poznat problem moralnoga hazarda jer deponenti i drugi kreditori imaju manje inicijative pratiti te bankovne institucije i povući svoje depozite ako institucija preuzima previše rizika. Rezultat je da se te institucije ohrabruje na preuzimanje previše rizika. Međunarodni pružatelj posljednjeg utočišta mora jasno dati do znanja da će osigurati likvidnost samo onim vladama koje će uspostaviti prikladne mjere za sprečavanje preuzimanja pretjeranog rizika. Uz to, može smanjiti poticaje za preuzimanje rizika ograničavajući mogućnost vladama da spašavaju dioničare i velike neosigurane kredite domaćih financijskih institucija. Neki kritičari vjeruju kako IMF nije tada dovoljno pritisnuo vlade kojima odobrava kredite da obuzdaju problem moralnoga hazarda [financijskih institucija i njihovih kreditora] (Mishkin, 2010., str. 477-478.). Fischer (2004a., str. 27-28.) naglašava kako je 'najvažnija promjena koja se po tom pitanju mora desiti u međunarodnom sustavu – usvajanje boljih metoda uključivanja privatnog sektora u financiranje rješavanja krize kako bi se sudionike tržišta kapitala (financijskih tržišta općenito) potaklo na pažljivije praćenje i kvalitetniju samoregulaciju'. Riječ je o iznimno kompleksnoj i važnoj tematici. Tako primjerice financijske institucije već u startu 'imaju motivaciju za moralni hazard pošto unaprijed znaju da zbog postojanja osiguranja depozita i doktrine „prevelike da propadnu“ (engl. „*too big to fail*“) vlada ima poticaj da spriječi njihovo propadanje, i stoga vjeruju da će dobiti vladinu pomoć neke vrste' (Fischer, 2004a., str. 16.). Također, kada bi se inzistiralo na tome da banke (ili drugi kreditori) uvijek budu prisiljeni da sudjeluju u financiranju IMF-ovih programa, to bi im davalo veći poticaj da povuku uložena sredstva iz gospodarstva na običan nagovještaj krize. Taj problem ukazuje na to da će pružatelj posljednjeg utočišta i dalje biti nužan, čak i uz uključenost privatnog sektora. Tako se predlaže da bi se uključenost privatnog sektora trebala razlikovati s obzirom na okolnosti u svakoj zemlji: ponekad bi službeno pristupanje moglo biti nužno; u nekim drugim situacijama manje službene rasprave mogle bi predstavljati bolji izbor; te prema prilikama, ako zemlja prihvati program IMF-a dovoljno rano, možda niti ne postoji potreba da se pristupi privatnim kreditorima (Fischer, 2004a., str. 24.).

Zatim, sposobnost nacionalnih središnjih banaka da se uključe u operacije pružatelja posljednjeg utočišta unutar istog dana kada dođe do značajnog šoka u financijskom sustavu, u suprotnosti je s vremenom potrebnim IMF-u da osigura likvidnost tijekom novijih kriza

u zemljama s tržištima u nastajanju. Budući da su IMF-ovi krediti originalno oblikovani za osiguranje sredstava nakon što zemlja pretrpi platno-bilančnu krizu i da se o uvjetima kredita mora pregovarati, IMF-ova sredstva zemlji znaju biti dostupna tek nakon nekoliko mjeseci. Do tog trenutka kriza može postati mnogo gora te su potrebni mnogo veći iznosi sredstava za borbu s krizom, često izazovni i za resurse IMF-a. Razlog zašto središnje banke mogu kredite odobriti mnogo brže od IMF-a jest da su unaprijed definirane procedure za odobravanje kredita, s rokovima i uvjetima kredita dogovorenima unaprijed. Potreba za brzim osiguranjem likvidnosti kako bi se iznos kredita zadržao pod kontrolom zahtijeva slične kreditne aranžmane pri međunarodnom pružatelju posljednjeg utočišta. Korak u tom smjeru učinjen je 1999. kada je IMF uspostavio novu olakšicu, kontingencijsku kreditnu liniju (engl. *Contingent Credit Lines* – CCL), tako da može brže osigurati sredstva tijekom krize (Mishkin, 2010., str. 479.). Logička podloga iza CCL-a bila je ta da zemljama sa zdravim makroekonomskim politikama, dobro reguliranim i nadziranim financijskim sustavima, koje zadovoljavaju međunarodne standarde u različitim područjima, može prijetiti opasnost od financijskih kriza u njihovu okruženju. Te zemlje su nesklone ili ne vide razlog da pristupe IMF-u i pregovaraju o programu prije krize zbog političke nepopularnosti IMF-ovih programa i uvjetovanosti koja se uz njih asocira. One bi se ipak mogle okoristiti pozitivnim signalima koji se šalju međunarodnim financijskim tržištima putem snažne podrške IMF-a temeljem njegove opće procjene politika i praksi unutar tih zemalja, uz izostanak uvjetovanosti. To bi omogućio upravo CCL. Povrh toga, samo postojanje CCL-a bi pružalo važan poticaj drugim zemljama da usvoje zdrave politike i prakse kako bi se i one mogle kvalificirati za CCL (Mussa, 2006., str. 441.). Da bi se za tu olakšicu kvalificirala, zemlja je morala podnijeti jasan zahtjev IMF-u koji je morao biti odobren od Izvršnog odbora. Na kraju niti jedna zemlja nije podnijela zahtjev za spomenutom olakšicom, te je CCL konačno ukinut u studenom 2003. godine. Mnogo je faktora moglo doprinijeti njegovoj propasti; među njima, promatrači su istaknuli ograničenu veličinu, očekivana granica pristupu sredstvima kretala se ‘u rasponu od 300 do 500% kvote’ (IMF, Treasurer’s Department, 2001., str. 31.), nedostatak ‘automatizma’, ‘zahtjev za odvojenim odobrenjem Izvršnog odbora koje prethodi kupnji donekle je stvorilo nesigurnost u pogledu hoće li i kada će sredstva IMF-a biti dostupna, odnosno percipirana kompleksnost procedura oko uvjeta za pristup, aktivacije i isplate pojačala je brigu po tom pitanju’ (IMF, 2003., str. 9.), kao i potencijalni signalizacijski problem: zato što su uvjeti za pristup CCL-u zavisili o odobrenju IMF-a, vlade su možda bile obeshrabrene mogućnošću da bi sam zahtjev (a da se i ne spominje mogućnost odbijanja) tržište moglo interpretirati kao upozorenje (Cordella i Levy Yeyati, 2006., str. 356-357.).

Može se primijetiti kako je novouvedena fleksibilna kreditna linija po svojim karakteristikama identična propalim kreditnim linijama za iznenadne događaje. Čak i uz uvedene promjene (kao što je povećana granica pristupu sredstvima) pitanje je hoće li takva olakšica opstati u budućnosti te je li uopće imalo smisla njezino uvođenje. Mussa (2006., str. 442.) smatra kako postoje barem dva osnovna problema koji se vežu za neuspjeh CCL-a, te zbog kojih će bilo koja slična olakšica najvjerojatnije biti samo od marginalne korisnosti. U prvom redu, kada se neka zemlja pretkvalificira za velike isplate IMF-ovih sredstava na temelju vlastite zdrave politike i praksi, treba postojati način da se ta ista zemlja diskvalificira ukoliko se njene politike i prakse naknadno pogoršaju. To je teško izvesti jer je IMF oduvijek bio nesklon slanju negativnih poruka međunarodnim financijskim tržištima o nekoj od svojih članica... Ako kvalifikacija za CCL (ili sličnu olakšicu) šalje važnu poziti-

vnu poruku, onda bi kasnija diskvalifikacija poslala veoma negativnu poruku – možda upravo u kritičnom trenutku... Moglo bi se još napomenuti kako je uvijek teško saznati koje zemlje uistinu imaju osobito zdrave politike i prakse do one razine na kojoj bi se IMF trebao čvrsto obvezati na iznimno velike isplate bez daljnjeg preispitivanja primjerene uvjetovanosti. Kao primjer nam može poslužiti Argentina koja je 1998. godine ušla u recesiju (za detalje vidi Grgić i Bilas, 2008., str. 596-597.). Ta je zemlja 'bila visoko hvaljena zbog svojih izuzetno kvalitetnih politika, naročito u pogledu regulacije i supervizije bankovnog sustava te bi se naravno kvalificirala za CCL da je ta olakšica onda i postojala' (Mussa, 2006., str. 442.). Zbog recesije došlo je do određenih gubitaka po kreditima, međutim fiskalni su problemi argentinske vlade doveli do ozbiljnog pogoršanja bilanci banaka. Argentina je ostvarivala proračunske manjkove koje nije mogla financirati zaduživanjem u inozemstvu. Da bi riješila svoje fiskalne probleme, argentinska je vlada prisilila banke da apsorbiraju velike iznose državnog duga. Kad su investitori izgubili povjerenje u mogućnost argentinske vlade da isplati svoje dugove, cijena se tog duga sunovratila, uzrokujući velike rupe u bilancama banaka, što je pomoglo dovesti do daljnje kontrakcije ekonomske aktivnosti (Mishkin, 2010., str. 213.). Takvi primjeri ukazuju da će uvijek postojati dobar razlog da se kvalifikacijski standardi za olakšice poput CCL-a postave veoma visoko, kako bi se izbjegle velike isplate IMF-a članicama s neadekvatnim politikama. Premda, ako su kvalifikacijski standardi postavljeni previsoko malo će zemalja, koje bi razumljivo mogle imati koristi od olakšice poput CCL-a, biti u mogućnosti kvalificirati se. Popustljivost je jednako tako opasna te je pronalaženje održivog kompromisa, ako je on uopće i moguć, iznimno teško (Mussa, 2006., str. 442.).

6. ZAKLJUČAK

Međunarodni monetarni sustav zadesile su značajne promjene od trenutka kada je došlo do osnutka Međunarodnog monetarnog fonda prije gotovo sedam desetljeća. Unatoč tomu, nedavna iskustva potvrđuju da namijenjena trenutna funkcija pozajmljivanja IMF-a kroz opća sredstva ostaje itekako relevantna u današnjem svijetu relativno slobodnog međunarodnog kretanja kapitala. IMF nakon propadanja sustava fiksnih, ali prilagodljivih deviznih tečajeva ranih 1970-ih, mijenja svoju primarnu ulogu poticanja fiksnih tečajeva i postepeno postaje glavni službeni međunarodni pružatelj posljednjeg utočišta, pružajući financijsku podršku iz vlastitih općih sredstava zemljama članicama suočenima sa stvarnim ili potencijalnim poteškoćama u ispunjenju svojih obveza plaćanja prema inozemstvu. Ta globalna ekonomska institucija zadovoljava barem dva uvjeta za efikasno obavljanje trenutne primarne uloge: ima pristup dostatnoj likvidnosti te visoka sigurnost otplate kroz status povlaštenog kreditora i inzistiranje na programima prilagođavanja formiraju njegov kolateral, doduše naplaćuje primjereno niske kamatne stope koje su odraz niskog kreditnog rizika i koje omogućuju zemlji da lakše prebrodi teškoće u međunarodnim plaćanjima. IMF je također i dalje u potrazi za olakšicom putem koje će još efikasnije obavljati svoju primarnu ulogu, kroz brže osiguranje likvidnosti. Novouvedena fleksibilna kreditna linija nije se pokazala kao uspješno rješenje. Malo je vjerojatno da će takve olakšice koje se temelje na pretkvalifikaciji zemalja s dobrim makroekonomskim pokazateljima i politikom, te izostavljaju uvjetovanost, opstati u budućnosti. Prvo, teško je saznati koje zemlje uistinu imaju osobito zdrave politike i prakse do one razine na kojoj bi se IMF trebao čvrsto obvezati na iznimno visoke isplate bez daljnjeg preispitivanja primjerene uvjetovanosti, zbog čega postoji

opasnost da se kvalifikacijski standardi postave previsoko. Time općenito malo zemalja ima koristi od same olakšice, pošto se većina za nju ne može kvalificirati (što jasno ilustrira i aktualna kriza tijekom koje su samo tri zemlje imale pristup fleksibilnoj kreditnoj liniji). Drugo, zemlje lako mogu biti obeshrabrene da zatraže takav tip financijske pomoći jer se boje mogućnosti odbijanja od IMF-a, te u konačnici negativnih reakcija međunarodnih financijskih tržišta. Treće, teško je slati tim istim tržištima negativne poruke ukoliko se politike i prakse naknadno pogoršaju, što potencijalno urušava sam princip povećanja tržišnog povjerenja posredovanjem IMF-a.

Zemlje Središnje i Istočne Europe koje su zatražile pomoć od Međunarodnog monetarnog fonda su u biti nespremno dočekale nastupanje krize u trenutku kada je došlo do naglog preokreta tokova međunarodnoga kapitala. Sa dolaskom krize, došlo je do porasta premija rizika na inozemno zaduživanje države zbog straha međunarodnih financijskih tržišta da bi fiskalni troškovi rješavanja bankovnih kriza mogli značajno porasti, dovodeći u pitanje naplativost kredita odobrenih državi. Zemlje regije koje su bile suočene sa velikim obvezama plaćanja prema inozemstvu u odnosu prema razini vlastitih međunarodnih rezervi te vlastitoj sposobnosti pristupa međunarodnim financijskim tržištima po prihvatljivim uvjetima, su naravno prišle međunarodnom pružatelju posljednjeg utočišta. Uvjetovanost IMF-a može se smatrati opravdanom upravo zato jer pruža garanciju da će članica slijediti razumne politike, odnosno da će se koncentrirati na smanjenje domaće (naročito javne) potrošnje, što je najlakše učiniti u kratkom roku kako bi se prikupila sredstva za otplatu duga. Zahvaljujući ubrzanim strukturnim prilagođavanjima zemlje također se povećava povjerenje međunarodnih financijskih tržišta (inozemno kreditiranje koje postaje jeftinije). Možda korištenje zajmova IMF-a podrazumijeva provođenje restriktivne fiskalne politike koja onemogućuje stimuliranje domaće proizvodnje i zapošljavanja u uvjetima duboke recesije, ali odgovornost stoji na samim zemljama da primjenjuju anticikličke fiskalne politike u fazi ekspanzije poslovnoga ciklusa, čime se stvaraju snažnije fiskalne rezerve putem kojih se mogu poništiti učinci krize i održati povjerenje međunarodnih financijskih tržišta. Kada bi se kojim slučajem dozvoljavala ekspanzivnost, postojala bi i mogućnost poticanja neodgovornog ponašanja (moralnog hazarda) države u budućnosti. Jedna stvar je sigurna, a to se odnosi i na Hrvatsku. Ograničen prostor za primjenu diskrecijskih mjera fiskalne politike vodi nas k tome da se zapitamo može li se kriza iskoristiti kao mogućnost za poboljšanje konkurentnosti kroz ustrajno provođenje strukturnih reformi te kao pouka da kreatori domaće, naročito fiskalne politike vode uredniju politiku u budućnosti. O tome će svakako ovisiti dugoročan rast i blagostanje budućih generacija.

LITERATURA

1. Alesina, A., Campante, F. R., Tabellini, G. (2008.), Why is fiscal policy often procyclical?, *Journal of the European Economic Association*, 6(5): 1006-1036.
2. Babić, M., Babić, A. (2003.), *Međunarodna ekonomija*, 6. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate, Zagreb
3. Beker Pucar, E. (2010.), *Upravljanje fluktuiranje deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja u tranzicionim ekonomijama sa osvrtom na Srbiju*, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Subotica, Sveučilište u Novom Sadu

4. Bošković, R. (2011.), Kronologija svjetske financijske krize – Džentlmenški sporazum koji je spasio europske tranzicijske zemlje od sloma. *Poslovni dnevnik* [online]. Dostupno na: <http://www.poslovni.hr/vijesti/kronologija-svjetske-financijske-krize--dzentlmenški-sporazum-koji-je-spasio-europske-tranzicijske-zemlje-od-sloma-169049.aspx> [25. listopada 2011.]
5. Cline, W. R. (2006.), The Case for a Lender-of-Last-Resort Role for the IMF, u: Truman, E. M. (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 295-314.
6. Copelovitch, M. S. (2010.), Master or Servant? Common Agency and the Political Economy of IMF Lending, *International Studies Quarterly*, 54: 49-77.
7. Cordella, T., Levy Yeyati, E. (2006.), The Case for an IMF Insurance Facility, u: Truman, E. M. (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 353-363.
8. Darvas, Z. (2009.), The Impact of the Crisis on Budget Policy in Central and Eastern Europe, Bruegel Working Paper 2009/05, 31. srpanj 2009. [online]. Dostupno na: http://aei.pitt.edu/11464/1/wp_cesee_crisis_310709.pdf [25. listopada 2011.]
9. Dokonal, T. (2009.), EBRD: Tranzicijske zemlje krizom pogođene jače od drugih, *Bankamagazin* [online]. Dostupno na: <http://www.bankamagazine.hr/default.aspx?TabId=102&View=Details&ItemID=56214> [25. listopada 2011.]
10. Drezgić, S. (2009), Fiskalna politika europskih tranzicijskih zemalja u uvjetima recesije, Zbornik radova XII Međunarodnog simpozija *Finansijska i računovodstvena profesija u funkciji izlaska iz krize*, FEB, BiH, 2009.
11. Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, *Robna razmjena Republike Hrvatske s inozemstvom* [online]. Dostupno na: <http://www.dzs.hr/> [25. listopada 2011.]
12. Égert, B., Backé, P., Zumer, T. (2006.), Credit Growth in Central and Eastern Europe: New (Over)Shooting Stars?, ECB Working Paper Series No. 687, listopad 2006. [online]. Dostupno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp687.pdf> [25. listopada 2011.]
13. European Bank for Reconstruction and Development, *Macroeconomic indicators* [online]. Dostupno na: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml> [25. listopada 2011.]
14. Fischer, S. (2004a.), On the Need for an International Lender of Last Resort, u: Fischer, S. (ed.), *IMF Essays from a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 3-32.
15. Fischer, S. (2004b.), The Role of the IMF: Presentation to the International Financial Institution Advisory Commission, u: Fischer, S. (ed.), *IMF Essays from a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, 95-114.
16. Grgić, M., Bilas, V. (2008.), *Međunarodna ekonomija*, Lares plus, Zagreb
17. Guesnerie, R. (1987.), Hidden Actions, Moral Hazard, and Contract Theory, u: Eatwell, J., Milgate, M., Newman, P. (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, volumen 2, The Macmillan Press, London, 646-651.

18. Hirsch, F. (1977.), The Bagehot Problem, *The Manchester School*, 45(3): 241-257.
19. International Monetary Fund (2003.), Review of Contingent Credit Lines, 11. veljača 2003. [online]. Dostupno na: <http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2003/021103.pdf> [25. listopada 2011.]
20. International Monetary Fund (2005.), Factsheet – IMF Conditionality [online]. Dostupno na: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/conditio.htm> [20. lipnja 2007.]
21. International Monetary Fund (2009a.), *Regional economic outlook: Europe – Addressing the Crisis*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
22. International Monetary Fund (2009b.), Review of Recent Crisis Programs, 14. rujan 2009. [online]. Dostupno na: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf> [25. listopada 2011.]
23. International Monetary Fund (2011a.), *Republic of Croatia: 2011 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Croatia*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
24. International Monetary Fund (2011b.), *Regional economic outlook: Europe – Navigating Stormy Waters*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
25. International Monetary Fund, Treasurer's Department (2001.), *Financial Organization and Operations of the IMF*, 6th ed., International Monetary Fund, Washington, D.C.
26. Irwin G., Salmon, C. (2006.), The Case Against the IMF as a Lender of Final Resort, u: Truman, E. M. (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 315-328.
27. Janssens, C., Vincent, E. (2010.), Non-concessional lending by the IMF in an evolving world, *BIATEC banking journal* [online], 18(1): 10-12. Dostupno na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2010/biatec0110_EN.pdf [25. listopada 2011.]
28. Jurčić, Lj. (2009.), Hrvatska: Velika transformacija (Uvodno izlaganje i poruke Savjetovanja), *Ekonomski pregled*, 60(12): 738-753.
29. Kovačević, D. (2009.), Fenomenologija i rizici kreditnog rasta u zemljama u tranziciji, Specijalne teme istraživanja CBBH-a STI/02/09, svibanj 2009. [online]. Dostupno na: http://www.cbbh.ba/files/specijalne teme istrazivanja/sti_02_09_bs.pdf [25. listopada 2011.]
30. Leko, V. (ak. god. 2009./2010.), Bankarstvo u CEE, materijal za pripremu ispita, kolegij Suvremena financijska tržišta, Ekonomski fakultet Zagreb, Sveučilište u Zagrebu
31. Lienert, I. (2010.), Should Advanced Countries Adopt a Fiscal Responsibility Law?, IMF Working Paper WP/10/254, studeni 2010. [online]. Dostupno na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10254.pdf> [25. listopada 2011.]
32. Lissovolik, B. (2009.), Tekući izazovi Srbije iz uporedne perspektive, *Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji*, 18: 94-101.
33. Mihaljek, D. [prevoditelj Klemenčić, I.] (2009.), Globalna financijska kriza i fiskalna politika u Središnjoj i Istočnoj Europi: hrvatska proračunska odiseja u 2009. godini, *Financijska teorija i praksa*, 33(3): 241-276.

34. Mishkin, F. S. [prevoditelji Martinis, A., Jovičić, G., Funda, J.] (2010.), *Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta*, 8. izdanje [izvornika], Mate, Zagreb
35. Mussa, M. (2006.), Reflections on the Function and Facilities for IMF Lending, u: Truman, E. M. (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 413-453.
36. Mussa, M., Savastano, M. (1999.), The IMF Approach to Economic Stabilization, u: Bernanke, B. S., Rotemberg, J. J. (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1999*, volumen 14, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 79-128.
37. Ott, K. (2009.), Recesija u jugoistočnoj Europi: postoji li manevarski prostor za mjere ekonomske politike?, Newsletter IJF-a br. 39, svibanj 2009. [online]. Dostupno na: <http://www.ijf.hr/newsletter/39.pdf> [25. listopada 2011.]
38. Ott, K. (2010a.), Ima li koga da “proda” reformu?, *Bankamagazin* [online]. Dostupno na: <http://bib.irb.hr/datoteka/528897.082010.pdf> [25. listopada 2011.]
39. Ott, K. (2010b.), The crisis in South East Europe – the case of Croatia, u: Barlett, W., Monastiriotis, V. (eds.), *South East Europe after the Economic Crisis: a New Dawn or back to Business as Usual?*, LSE Reprographics Department, London, 71-79.
40. Ott, K. (2010c.), Hrvatska/MMF: Želimo li terapiju dr. Fonda, *Bankamagazin* [online]. Dostupno na: <http://bib.irb.hr/datoteka/528875.122010.pdf> [25. listopada 2011.]
41. Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. (2001.), *Monetarna politika*, Fakultet ekonomije i turizma “Dr. Mijo Mirković”, Pula
42. Radošević, D. (1994.), Modaliteti zaključivanja financijskog aranžmana s Međunarodnim monetarnim fondom, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 4(30): 77-127.
43. Raiffeisen Zentralbank Group (2009.), *CEE Banking Sector Report: Rough playing field... committed players*, Raiffeisen Zentralbank Österreich AG i Raiffeisen Centrobank AG, Vienna
44. Stakić, B., Barać, S. (2010.), *Međunarodne finansije*, 5. izdanje, Univerzitet Singidunum, Beograd
45. Stančić, M. (1994.), Međunarodni monetarni fond, *Razvoj/Development*, 10(1-2): 47-55.
46. Šonje, V. (2008.), Vanjski dug: između opreza i straha, *Ekonomija/Economics*, 14(2): 431-462.
47. Šonje, V. (2010.), Održiva fiskalna politika i javni dug: Nikad više kao prije, HUB Analize broj 24, lipanj 2010. [online]. Dostupno na: <http://www.hub.hr/Default.aspx?art=1955&sec=508> [25. listopada 2011.]
48. Šonje, V. (2011a.), Zabluda br. 1.: HNB vodi restriktivnu monetarnu politiku. Monetarna camera obscura [online], Blog Velimira Šonje. Dostupno na: <http://www.bankamagazine.hr/Naslovnica/BlogVelimira%20onje/tabid/399/View/Details/ItemID/70410/Default.aspx?ttl=ZABLUDA-BR-1-HNB-VODI-RESTRIKTIVNU-MONETARNU-POLITIKU%3cbr%3e-Monetarna-camera-obscura> [25. listopada 2011.]
49. Šonje, V. (2011b.), Zabluda br. 2.: Tečaj je ključ konkurentnosti [online], Blog Velimira Šonje. Dostupno na: <http://www.bankamagazine.hr/Naslovnica/>

- BlogVelimira%a0onje/tabid/399/View/Details/ItemID/71549/ttl/ZABLUDA-BR-2-TECAJ-JE-KLJUC-KONKURENTNOSTI/Default.aspx [25. listopada 2011.]
50. United Nations Conference on Trade and Development, *UNCTADstat* [online]. Dostupno na: http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_referer=&sCS_ChosenLang=en [25. listopada 2011.]
51. Zaidi, A., Rejniak, M. (2010.), Fiscal Policy and Sustainability in View of Crisis and Population Ageing in Central and Eastern European Countries, ECSWPR Policy Brief, kolovoz 2010. [online]. Dostupno na: http://www.euro.centre.org/data/1280321139_73341.pdf [25. listopada 2011.]