

Marijana Andrijić\*

JEL klasifikacija: F21, F33, F59, G01

Pregledni rad

<https://doi.org/10.32910/ep.72.1.4>

## **UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEVE INOZEMNOG KAPITALA – TEMELJNE POSTAVKE I NALAZI ZNANSTVENIH ISTRAŽIVANJA**

*Članak daje pregled temeljnih postavki te nalaza znanstvenih istraživanja vezano uz temu utjecaja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda (Fond) na priljeve inozemnog kapitala, a u svrhu unapređenja podloge za kvalitetnu raspravu te donošenje informiranih i znanstveno utemeljenih odluka o ovoj temi. Države obično sklapaju financijske aranžmane s Fondom kada više nisu u mogućnosti trajno financirati deficite na tekućem računu platne bilance priljevima inozemnog kapitala. U takvim okolnostima jedan od ključnih zadataka je potaknuti nove priljeve odnosno smanjiti odljeve inozemnog kapitala. I sam Fond zastupa viđenje o katalitičkom učinku svojih aranžmana na priljev inozemnog kapitala. Međutim, sistematičan pregled nalaza empirijskih istraživanja na ovu temu ukazuje na vrlo diferencirane rezultate promatranih studija. Općeniti zaključci iziskuju oprez, no čini se da empirijska istraživanja na većem uzorku ne daju jednoznačnu potvrdu teze o postojanju snažnog i konzistentnog pozitivnog učinka Fonda na priljev inozemnog kapitala. Ukoliko se ovakvi rezultati ne uzmu u obzir prilikom oblikovanja i provedbe ekonomske politike to može dovesti do ekonomskih, financijskih i političkih teškoća kako u državama korisnicama tako i u samom MMF-u. Doprinos rada ogleda se u sažetom prikazu i povezivanju ključnih postavki predmetne problematike, kritičkoj sistematizaciji dosadaš-*

---

\* M. Andrijić, dr. sc., voditeljica službe, Ministarstvo financija, Zavod za makroekonomske i fiskalne analize i projekcije, (e-mail: [marijana.andrijić@gmail.com](mailto:marijana.andrijić@gmail.com)). Rad je primljen u uredništvo 10.02.2019. godine, a prihvaćen je za objavu 05.02.2020. godine.

*nje literature, definiranju prisutnih trendova i njihovih mogućih implikacija te identifikaciji potencijalnih novih načina za dublje izučavanje i bolje razumijevanje ove kompleksne teme. Osim znanstvenoj literaturi, kritički prikaz znanstveno utemeljenih spoznaja i nalaza u ovom kontekstu, predstavlja značajan doprinos i za donositelje odluka, ulagače te širu javnost.*

**Ključne riječi:** *Međunarodni monetarni fond, priljevi međunarodnog kapitala, katalitičko financiranje*

## 1. UVOD

U posljednjih dvadeset pet godina prosječno pedesetak država godišnje sa sveukupno više od milijardu stanovnika koristilo je ili koristi financijske aranžmane Međunarodnog monetarnog fonda (MMF ili Fond). Pritom financijski aranžmani mogu značajno utjecati na kvalitetu života u zemljama korisnicama: primjerice, sadržaj aranžmana može utjecati na prioritete i strukturu fiskalne i monetarne politike kao i strukturnih reformi, dok eventualne ekonomske poteškoće mogu pogoršati ili doprinijeti političkim kao i društvenim napetostima. Ne čudi, stoga, što financijski aranžmani Fonda privlače snažnu pozornost političkih elita, znanstvene, stručne ali i šire javnosti. Javne rasprave nerijetko su popraćene snažnim emocijama i ideološkim elementima, dok je istodobno prisutno nedovoljno poznavanje znanstveno utemeljenih saznanja o djelovanju Fonda i njegovim mogućim utjecajima na države korisnice MMF-ovih aranžmana.

Pobornici jedne škole misli uspoređuju aranžmane Fonda s „financijskom putovnicom“ koja će državi primateljici omogućiti povratak na tržišta kapitala i ekonomski oporavak (Edwards, 2006). Drugi ih promatraju prvenstveno kao institucionalni modalitet za širenje interesa razvijenih država koji može ugroziti (socio)-ekonomske pokazatelje države primateljice (Vreeland, 2003). Sam MMF, kao i mnogi njemu bliski suradnici, navodi kako „...financijski aranžmani MMFa mogu pomoći u poticanju ostalih financijskih priljeva, djelujući kao katalizator za kreditore i investitore...“ (International Monetary Fund [IMF], 2004, Fischer, 1999, Kohler, 2001). Iz navedenog je moguće zaključiti kako se spomenuti pojam katalitičkog učinka Fonda temelji na ideji da sklapanje financijskih aranžmana s MMF-om pojačava spremnost inozemnih investitora odnosno kreditora ulaganju u državu korisnicu aranžmana. (Pritom se spremnost inozemnih investitora odnosno kreditora da iskoriste investicijske prilike u promatranoj državi operacionalizira kroz priljev inozemnog kapitala).

Međutim, važno je ispitati koliko takva ideja ima znanstveno uporište u praksi, a u svrhu unapređenja podloge za kvalitetnu raspravu te donošenje informira-

nih i znanstveno utemeljenih odluka o ekonomskoj politici na ovu temu. U tom kontekstu, nakon uvodnog dijela, članak daje pregled temeljnih postavki, a potom i nalaza znanstvenih istraživanja vezano uz utjecaj financijskih aranžmana Fonda na priljeve međunarodnog kapitala. Nadalje, ukratko se opisuju primjeri financijskih aranžmana MMF-a u pojedinačnim državama te se daje osvrt na razvoj uloge Fonda kroz vrijeme. Zaključna razmatranja sažimaju ključne nalaze, identificirajući prisutne trendove i moguće implikacije te definiraju neke od mogućih smjerova budućih istraživanja.

Doprinos rada ogleda se u sažetom prikazu i povezivanju ključnih postavki predmetne problematike, kritičkoj sistematizaciji relevantnih nalaza literature i njihovih mogućih implikacija te identifikaciji potencijalnih novih načina za dublje izučavanje i bolje razumijevanje ove kompleksne teme. Osim znanstvenoj literaturi, kritički prikaz znanstveno utemeljenih spoznaja i dokaza vezanih uz djelovanje financijskih aranžmana MMF-a predstavlja značajan doprinos i za donositelje odluka, ulagače te širu javnost.

## **2. TEMELJENE POSTAVKE OKOLNOSTI SKLAPANJA FINANCIJSKIH ARANŽMANA S MEĐUNARODNIM MONETARNIM FONDOM I ULOGE PRILJEVA INOZEMNOG KAPITALA**

Prema Statutu MMF-a (2016) jedan od ključnih zadataka ove međunarodne institucije je pomoć državama članicama koje se susreću s „platno-bilančnim ranjivostima“. Iako Statut MMF-a ne definira platno-bilančne ranjivosti, Bird (2007) navodi kako će „države biti pod pojačanim pritiskom da se obrate MMF-u sa zahtjevom za sklapanje financijskog aranžmana u slučaju deficita tekućeg računa platne bilance koji nisu u mogućnosti trajno financirati“<sup>1</sup>. Dakle, država u budućnosti više ne može nastaviti s tekućim makroekonomskim politikama, već je potrebna njihova temeljna promjena.

„Put“ prema okolnostima u kojima države sklapaju financijski aranžman s Fondom može biti povezan s događanjima kako na tekućem tako i na financijskom računu platne bilance, te se može temeljiti na egzogenim i(li) endogenim faktorima. Tako može doći do povećanja deficita na tekućem računu, uz nemogućnost

---

<sup>1</sup> Uz platno-bilančne krize kada država nije u mogućnosti plaćati uvezena dobra i usluge odnosno servisirati vanjski dug, postoje i fiskalne krize uzrokovane prekomjernim deficitom i dugom te financijske krize povezane s nelikvidnim odnosno nesolventnim financijskim institucijama. Države koje se javljaju Fondu za pomoć često se suočavaju s kombinacijom različitih vrsta kriza.

njegovog adekvatnog financiranja putem finansijskog računa; ili pak uz postojeću razinu deficita na tekućem računu može doći do odljeva na finansijskom računu. Egzogeni faktori mogu uključivati npr. globalnu ekonomsku krizu odnosno sveukupni broj zemalja koje trenutno koriste finansijske aranžmane Fonda. Kapitalni tokovi također mogu biti pod utjecajem i endogenih faktora kao što je npr. fiskalni deficit ili inozemne rezerve.

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

Tako Priručnik o platnoj bilanci MMF-a (2009) navodi:

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

gdje je

CAB=saldo tekućeg računa platne bilance, Sp=privatna štednja, Ip=privatne investicije, Sg=javna štednja, Ig=javne investicije.

Spomenuti identitet moguće je napisati i na sljedeći način

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

gdje je

T= porezni prihodi države, G= rashodi države.

Kako navodi Bird (2007) ovo implicira da je

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

gdje je

R=promjena u inozemnim rezervama, FA=saldo na finansijskom računu platne bilance

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

Ukoliko privatni i javni sektor bilježe manjak štednje u odnosu na investicije odnosno manjak prihoda nad rashodima, javlja se deficit na tekućem računu platne

bilance. Ovakav deficit može se financirati priljevima inozemnog kapitala putem financijskog računa platne bilance. Stoga, postojanje deficita na tekućem računu platne bilance ne znači automatski i potrebu za sklapanjem financijskog aranžmana s Fondom.

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

Dakle, ukoliko suficitom na financijskom računu platne bilance nije moguće dostatno financirati deficit na tekućem računu platne bilance, moguće je koristiti međunarodne rezerve. Pritom, dok god su one dostatne, moguće je izbjeći financijski aranžman s MMF-om.

U navedenim slučajevima smanjuje se domaća imovina odnosno povećavaju se obveze prema (rezidentima i) nerezidentima. Međutim, svaki od ovih pristupa susreće se s ograničenjima. Količina inozemnih rezervi je ograničena te one u konačnici mogu ponestati. Potražnja za javnim dugom također može jenjati, posebice u situaciji u kojoj se percipiraju problemi s otplatom. Inozemni ekonomski akteri isto tako mogu smanjiti svoj interes za privatnim investicijskim prilikama u promatranoj državi. U ovakvim okolnostima, potrebno je adresirati platno-bilančne ranjivosti. Kako navode Bird i Mosley (2009) to je u suštini moguće postići povećanjem priljeva inozemnog kapitala, smanjenjem deficita na tekućem računu platne bilance na razinu koja je usklađena s postojećim priljevima inozemnog kapitala na financijskom računu, ili kombinacijom ovih dvaju pristupa.

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

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

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

U tom kontekstu, Međunarodni monetarni fond se najčešće povezuje s uvjetovanim financijskim aranžmanima. Pojam uvjetovanosti odnosi se na konkretne mjere ekonomske politike koje se države primateljice zajma obvezuju provesti u svrhu rješavanja ranjivosti, a u zamjenu za višekratne uplate financijskih sredstava Fonda u okviru pojedinog aranžmana. U redovitim vremenskim razmacima Fond procjenjuje i kontrolira njihovu provedbu. Ukoliko je ona neadekvatna, može doći do obustavljanja daljnje isplate sredstava. Promatrano kroz povijest, glavnina financijskih sredstava Fonda dodijeljena je putem 3 vrste aranžmana – *stand-by (SBA)*, *extended fund facility (EFF)* te *extended credit facility (ECF)*. Iako su se njihove karakteristike mijenjale kroz vrijeme, moguće ih je ukratko opisati. SBA tip aranžmana oblikovan je s namjerom rješavanja kratkoročnih odnosno potencijalnih ranjivosti za države u razvoju te razvijene države. Prosječnog je trajanja od 1-1,5 godine do najviše 3. SCF tip ima sličnu svrhu za države niske razine dohotka te se odobrava po koncesivnim uvjetima uz prosječno trajanje od 1-2 godine. EFF predstavlja alat Fonda prvenstveno usmjeren na rješavanje strukturnih problema država korisnica visoke i srednje razine dohotka s prosječnim trajanjem do 4 godine.

MMF dijelom osigurava potrebnu likvidnost izravno, no financijski aranžmani osmišljeni su s namjerom i pretpostavkom priljeva i drugih vrsta kapitala odnosno investitora u državu korisnicu (gore spomenuti katalitički učinak Fonda) (IMF, 2004, Ghosh, Lane, Schulze-Ghattas, Bulir, Hamann i Mourmouras, 2002, Cottarelli i Giannini, 2006). U tom smislu znanstvenici su pokušali prvenstveno empirijskim putem istražiti dovode li financijski aranžmani Fonda zaista do povećanog priljeva inozemnog kapitala te ukoliko je to slučaj identificirati pojedine čimbenike koji mogu tome doprinijeti. U sljedećem poglavlju daje se stoga, sistematiziran i kritički pregled istraživanja na ovu temu.

### 3. NALAZI RELEVANTNIH ZNANSTVENIH ISTRAŽIVANJA

Znanstvena istraživanja o odnosu između financijskih aranžmana MMF-a i priljeva inozemnog kapitala<sup>2</sup> relativno su malobrojna, a uključuju studije slučaja te ekonometrijske analize većeg uzorka zemalja.

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

**Ghosh i suradnici** (2002) su proveli analizu 8 zemalja suočenih s krizom kapitalnog računa platne bilance tijekom 1990-ih godina. Autori uspoređuju projekcije MMF-a i ostvarenja pokazatelja tekućeg i financijskog računa platne bilance. Prema njihovim rezultatima, projekcije MMF-a kontinuirano su precjenjivale poticajni učinak MMF-ovih aranžmana na kretanje kapitala te stoga zaključuju „kako MMF-ovi financijski aranžmani nisu uspjeli povratiti povjerenje aktera na tržištu kapitala, jer su kapitalni priljevi bili manji od očekivanih“. Ovakva situacija

---

<sup>2</sup> Postoje 2 ključna pristupa utvrđivanju postojanja katalitičkog učinka Fonda – izravni i neizravni. Prema hipotezi da angažman Fonda povećava inozemne kapitalne priljeve, moguće ju je testirati izravno, promatrajući promjene u kapitalnim priljevima. Drugi pristup je neizravan, promatrajući primjerice promjene u ročnosti, prinosima ili u razlikama u prinosima (*spreadovi*) obveznica. Međutim, niži *spreadovi* još uvijek ne jamče veće kapitalne priljeve te mogu predstavljati isključivo neizravnu aproksimaciju katalitičkog efekta. Ovaj članak je usmjeren na izravni pristup utvrđivanju katalitičkog učinka.

može dovesti do potrebe značajnije prilagodbe tekućeg računa platne bilance od prvotno predviđene u MMF-ovim analizama.

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

Ekonometrijska istraživanja koja istražuju učinak financijskih aranžmana MMF-a na kapitalne tokove nešto su brojnija. U cjelini, postoje studije čiji rezultati potvrđuju pozitivni utjecaj MMF-a na priljeve kapitala, kao i one koje ne ukazuju na takve rezultate.

**Rowlands** (2001) utvrđuje kako uobičajeni tipovi MMF-ovih aranžmana djeluju kao katalizator kapitalnih tokova, mjenjenih kroz promjenu vanjskog duga promatranih država. Ovaj učinak izraženiji je u pojedinim razdobljima (1980-e godine), kod zajmova državama niske razine dohotka, te kod priljeva kapitala iz službenih izvora.

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

Analizirajući države niske razine dohotka kao i sve vrste financijskih aranžmana koje su im bile na raspolaganju od 1980-ih godina do danas te upotrijebivši 2 različite metode (model tretmanskog efekta kao i *propensity score matching*) **Al-Sadiq** (2015) dokazuje da financijski aranžmani Fonda dovode do povećanog priljeva inozemnih izravnih investicija u promatranom uzorku i razdoblju.

U širem kontekstu, valja spomenuti i studiju čiji su autori **Brune, Garret i Kogut** (2004). Prema njihovim nalazima, ukoliko države provode privatizaciju kada koriste financijski aranžman MMF-a, vjerojatnije je da će investitori kupiti privatiziranu imovinu i platiti veću cijenu za nju. Ovakve rezultate tumače činjenicom da sudjelovanje u aranžmanima MMF-a može poslati signal inozemnim investitorima o predanosti ekonomskim reformama od kojih će vlasnici privatizirane imovine imati koristi, odnosno očekivanjima da će pod utjecajem MMF-a ekonomska politika vlade biti snažnije tržišno orijentirana.

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



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

**Schadler, Bennet, Carkovic, Dicks-Mireaux, Macagni, Morsink i Savastano** (1995) promatraju učinke financijskih aranžmana MMF-a na kapitalne priljeve u razdoblju od kraja 1980-ih godina do početka 1990-ih godina, te dolaze do zaključka da je povećani priljev kapitala prisutan samo u jednoj trećini slučajeva. **Adji, Ahn, Holsey i Willet** (1997) u svom istraživanju također zaključuju da financijski aranžmani MMF-a ne djeluju značajno na priljeve inozemnih izravnih investicija.

**Barro i Lee** (2005) upotrebljavaju instrumentalne varijable kako bi procijenili učinak MMF-ovih programa na različite makroekonomske agregate, te su ustanovili da sudjelovanje u financijskim aranžmanima MMF-a dovodi do negativnog učinka na investicije (mjerene omjerom inozemnih izravnih investicija prema bruto domaćem proizvodu).

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

**Edwards** (2005) testira postojanje katalitičkog učinka financijskih aranžmana MMF-a na inozemna portfeljne investicije, ovisno o stupnju provedbe aranžmana. Prema rezultatima istraživanja, nakon suspenzije financijskog aranžmana MMF-a u promatranim državama, investitori u značajnoj mjeri povlače svoju imovinu jer percipiraju da spomenute države nisu „sigurno mjesto“ za njihovo ulaganje. S druge strane, ne postoje jasni rezultati koji ukazuju da investitori reagiraju pozitivno na uspješnu provedbu programa MMF-a. Stoga autor zaključuje da MMF „funkcionira poput jednosmjernog signala – s obzirom da suspenzija MMF programa generira jasne troškove vezano uz učinak na kretanje inozemnih portfeljnih investicija, no uspješna provedba programa ujedno ne generira konzistentne koristi“.

**Edwards** (2006) u svom istraživanju pokazuje da države korisnice MMF-ovih programa bilježe značajan odljev inozemnih portfeljnih investicija koje su ujedno

najizgledniji kandidat za prisutnost katalitičkog učinka. Kontrolirajući za selekcijsku pristranost, autor dokazuje da je uzrok odljeva kapitala financijski aranžman MMF-a, a ne negativne ekonomske okolnosti koje su potakle promatrane države na obraćanje MMF-u.

**Andrijić i Barbić** (2018) pak analiziraju države Srednje, Istočne i Jugoistočne Europe u razdoblju od početka 1990-ih godina do danas. Koristeći tri različita ekonometrijska pristupa (model tretmanskog efekta, dvoetapnu metodu najmanjih kvadrata<sup>3</sup> te Arellano Bond metodu) pokazuju kako u svakom od navedenih slučajeva financijski aranžmani Fonda dovode do negativnog učinka na inozemne izravne investicije.

**Breen i Egan** (2019) analiziraju katalitički učinak Fonda na inozemne izravne investicije (FDI) raščlanjujući prema različitim sektorima, dok su se prethodni autori usmjeravali isključivo na agregate FDI. Prema njihovim nalazima, značajan i trajan odljev FDI nakon sklapanja aranžmana s Fondom koncentriran je u sektorima s viskom zavisnošću o vanjskom financiranju te niskim nepovratnim troškovima. To su građevina, metalna industrija i financije. Nijedan promatrani sektor ne bilježi pozitivan katalitički učinak Fonda.

Nadalje, i empirijski nalazi **Birda i Rowlandsa**, koji su značajan dio svog znanstvenog rada posvetili ovoj temi, ukazuju na kompleksan i nijansiran karakter rezultata vezano uz istraživanje katalitičkog učinka Fonda.

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

U istraživanju iz 2002. godine, autori kombiniraju 3 različita pristupa: anketne upitnike financijskim menadžerima, ekonometrijsko istraživanje te studije slučaja. Rezultati ekonometrijskog istraživanja ukazuju da ukoliko empirijski učinak i postoji, on je „slab i djelomičan“ te varira ovisno o promatranim državama, definiciji kapitalnih tijekova i prirodni angažmana MMF-a.

Bird i Rowlands u svom članku iz 2009. godine testiraju učinak financijskih aranžmana MMF-a na različite tipove kapitalnih priljeva upotrebom modela tretmanskog efekta. Autori nalaze dokaze o postojanju agregatno negativnog, no statistički insignifikantnog katalitičkog učinka. Raščlanjujući prema vrstama kapitalnog priljeva, dokazuju postojanje statistički signifikantnog negativnog učinka aranžmana MMF-a na inozemne izravne investicije, te pozitivan učinak

<sup>3</sup> *Two-stage least squares* metoda

na inozemne portfeljne investicije. (Testovi robusnosti upotrebom metode instrumentalnih varijabli u ovom kontekstu pak ukazuju na statistički insignifikantan katalitički učinak Fonda). Prema autorima, predstavljeni argumenti ukazuju na agregatno neznatčan i nepouzdan katalitički učinak, uz postojanje supstitucijskog učinka između različitih tipova kapitalnih priljeva. Bird i Rowlands zaključuju da „u cjelini, ne postoji snažan i pouzdan, pozitivan i značajan katalitički učinak“.

Do sada navedeni primjeri ukazuju na manjak jednoznačne empirijske potvrde snažnog i sveprisutnog katalitičkog učinka Fonda na priljeve inozemnog kapitala u cjelini, iako postoje istraživanja koja ukazuju na pozitivan katalitički učinak Fonda u pojedinačnim slučajevima. Stoga su neki autori pokušali istražiti koje su to okolnosti ključne za ili potiču katalitički učinak.

Tako **Bird i Rowlands** u svom najnovijem istraživanju iz 2016. pokušavaju empirijski objasniti koji čimbenici djeluju na varijabilnost učinka financijskih aranžmana Fonda vezano uz međunarodne kapitalne priljeve. Autori nalaze da katalitički učinak Fonda varira ovisno o tipu kapitalnog priljeva, ukoliko inicijalni makroekonomski pokazatelji države korisnice programa nisu izraženo loši te ovisno o tipu financijskog aranžmana Fonda. Naime, kratkoročnim investitorima važna je makroekonomska stabilizacija države, što je primarni cilj stand-by aranžmana (*stand-by arrangement*). Dugoročni investitori, pak, ključnu pozornost pridaju broju uvjetovanosti te strukturnim reformama, što je fokus proširenog instrumenta pomoći (*extended fund facility*).

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

**Van der Veer i de Jong** (2013) razlikuju između MMF-ovih programa u državama koje restrukturiraju svoj vanjski dug u istoj godini u kojoj je sklopljen financijski aranžman s MMF-om, te u državama kod kojih to nije slučaj. Prema njihovim rezultatima, financijski aranžmani MMF-a potiču inozemne kapitalne priljeve (mjerene kroz zbroj bankovnih zajmova, obveznica, inozemnih izravnih investicija i inozemnih portfeljnih ulaganja) u državama koje ne restrukturiraju svoj vanjski dug.

**Benelli** (2006) u svom istraživanju dokazuje da je veličina financijskih sredstava vezanih uz aranžman s MMF-om negativno povezana s priljevom inozem-

nog kapitala – tj. što je veći iznos financijskog aranžmana to je veći podbačaj realiziranih kapitalnih priljeva u odnosu na inicijalno projicirane u promatranom uzorku država.

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

**Sundać i Andrijić** (2016) analiziraju države Srednje, Istočne i Jugoistočne Europe te tri različita tipa financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda na njihovom raspolaganju, kontrolirajući za neslučajan odabir država koje sudjeluju u spomenutim aranžmanima. Pokazuju da katalitički učinak primarno ovisi o percepciji inozemnih investitora vezano uz perspektivu provedbe tržišnih reformi u državi primateljici. Naime, samo u onim okolnostima (tj. kod onog tipa financijskih aranžmana) gdje FDI investitori mogu oblikovati pozitivna očekivanja u tom smislu jer se države mogu kredibilnije obvezati na tražene reforme i jer Fond može snažnije utjecati na njih da to i naprave, katalitički učinak Fonda na priljev inozemnih izravnih investicija je pozitivan.

U prilogu rada (Tablica 1.) daje se sažeti prikaz svih navedenih istraživanja s temom utjecaja financijskih aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda na priljeve inozemnog kapitala te njihovih ključnih karakteristika i nalaza.

#### **4. PRIMJERI FINACIJSKIH ARANŽMANA MMF-a I OSVRT NA RAZVOJ ULOGE FONDA**

Sukladno najnovijim istraživanjima o učincima Fonda na ekonomske agregate (za detalje vidjeti Al-Sadiq, 2015, Bird i Rowlands, 2016, Andrijić i Barbić, 2018), države primateljice aranžmana značajno se razlikuju po svojim karakteristikama od onih koje to nisu, te empirijska istraživanja o učincima Fonda stoga nije moguće provoditi na podacima o pojedinačnim državama već isključivo panelima. Slijedom navedenog, ovdje se u ilustrativne svrhe ukratko opisuju primjeri financijskih aranžmana MMF-a u pojedinačnim državama te se daje osvrt na razvoj uloge Fonda kroz vrijeme.

#### ***4.1. Analiza uloge MMF-a u restrukturiranju duga Grčke***

Grčku ekonomsku krizu karakteriziraju tri „paketa pomoći“ MMF-a i multilateralnih partnera euro-zone u razdoblju od 2010. do 2018. godine. Uloga MMF-a ovdje je promjenjiva, odražavajući njegov put učenja.

U početnim fazama krize MMF nije uspio odlučno oblikovati okvir i ishod procesa, no postupno je zauzimao sve odlučnije stavove. Iako su kod prvog paketa pomoći, analitičari MMF-a izražavali zabrinutost o održivosti programa, Fond je promijenio vlastita organizacijska pravila kako bi se, usprkos tome, omogućila dodjela zajma Grčkoj. Tako od 2010. godine, države koje karakterizira visoka vjerojatnost neodrživosti javnog duga, ipak mogu koristiti zajmove MMF-a, ukoliko postoji opasnost sistemskog, međunarodnog širenja krize. Zbog trajnog pogoršavanja ekonomskih pokazatelja, MMF je pozivao na oprost duga još 2011. godine, nakon čega je uslijedilo restrukturiranje grčkih obveznica, pri čemu je privatni kapital zamijenjen javnim sredstvima država euro-zone te MMF-a. 2012. godine odobren je i drugi paket pomoći koji su sukladno analizama Fonda i dalje karakterizirale preoptimistične ekonomske prognoze. No, ovaj put su predstavnici MMF-a bili odlučniji u izražavanju svog stava te je 2013. godine došlo do revizije zajma gdje su prvotne ekonomske prognoze zamijenjene realističnijima. Treći paket pomoći usuglašavao se 2015. godine. Ovog puta, MMF je odbio sudjelovanje dok kreditori ne osiguraju „značajan oprost duga“. Kako do toga nije došlo, predstavnici euro-zone financirali su treći paket pomoći Grčkoj, insistirajući na nastavku (ne-financijskog) sudjelovanja Fonda u savjetodavnoj ulozi te u svrhu potvrde kredibiliteta aranžmana. Za razliku od predstavnika euro-zone, 2017. godine predstavnici MMF-a ponovno su naglasili kako će trajne fiskalne kontrakcije ugroziti rast grčkog gospodarstva i održivost duga, što su ponovili i na kraju čitavog procesa 2018. godine.

#### ***4.2. Prikaz aranžmana MMF-a u državama Srednje i Jugoistočne Europe***

##### ***4.2.1. Latvija***

Iskustvo Latvije ilustrira primjer države koja je ušla u finansijski aranžman s Fondom, no u pojedinom aspektu ekonomske politike djeluje suprotno njegovom poticaju, pritom trajno zadržavajući predanost neoliberalnim reformama. Naime, još od razdoblja tranzicije Latvija je stekla reputaciju snažnog reformatora. No, u razdoblju od 2008. do 2010. godine bila je pogođena jakom ekonomskom krizom te je zatražila pomoć MMF-a kojem se pridružila Europska unija kao i susjedne

države. U okviru ovog aranžmana, usprkos snažnim sumnjama predstavnika Fonda, Latvija je odlučila zadržati fiksni devizni tečaj uz euro te primijeniti internu devalvaciju umjesto nominalne, što je i uspjela. Od druge polovine 2010. godine latvijsko gospodarstvo zabilježilo je gospodarski rast, a uslijedilo je poboljšanje i ostalih gospodarskih pokazatelja uključujući FDI. Primjer Latvije ukazuje da ne postoji univerzalno primjeren recept ekonomske politike odnosno tečajni režim, već on ovisi o jedinstvenim ekonomskim i političkim karakteristikama države. Formiranje funkcionalnog tržišnog gospodarstva putem niza neoliberalnih reformi te, u tom smislu, ulazak u Europsku uniju i ispunjavanje mastriških kriterija s perspektivom ulaska u euro-zonu percipirali su kao najbolji način osiguravanja vlastite samostalnosti prema Rusiji. S tim ciljem, cjelokupna javnost (uključujući nositelje ekonomske politike) bila je spremna, kao i kroz svoju povijest, podnijeti velike žrtve na osobnom i gospodarskom planu.

#### 4.2.2. Mađarska

Mađarska predstavlja slučaj države koja je otvoreno odbila aranžman s Fondom. Krajem 2008. godine socijalistička Vlada sklopila je stand-by aranžman s Fondom (i Europskom unijom). Nakon pobjede V. Orbana na parlamentarnim izborima 2010. godine, u pojedinim aspektima ekonomske politike dolazi do odmak od neoliberalizma, što je posebice vidljivo kroz odmak od financijskih aranžmana MMF-a. Naime, u travnju 2010. godine premijer Orban pokreće pregovore s Fondom koji su ubrzo prekinuti zbog nesuglasica oko mjera i ciljeva ekonomske politike. Ponovno su pokrenuti krajem 2011. godine, trajali su godinu dana, no dogovor nije postignut zbog kontinuiranih neslaganja u pristupu ekonomskoj politici. Nakon ovakvog prekida, u medijima su objavljeni proglasi gdje se Vlada javno ogradila od aranžmana i zahtjeva Fonda. Međutim, ekonomski akteri na tržištima obveznica nisu kaznili Mađarsku već je ona tijekom 2013. te 2014. godine uspješno plasirala 12 izdanja obveznica denominiranih u inozemnoj i domaćoj valuti. Ovo je moguće objasniti činjenicom da je Orban neortodoksnim mjerama ekonomske politike uspio ostvariti ortodoksne ekonomske ciljeve smanjenja fiskalnog deficita i javnog duga, koji su ujedno i ključne odrednice spomenute kategorije inozemnog kapitala. Upravo takve okolnosti omogućile su mađarskoj Vladi da nema potrebu za sklapanjem novog financijskog aranžmana s MMF-om, a njegov utjecaj značajno je ograničen u ekonomskoj politici države koja nije pod financijskim aranžmanom.

### 4.2.3. Srbija

Slučaj Srbije naglašava uspješnost i važnost aranžmana iz predostrožnosti s MMF-om. Primjerice, početkom 2015. godine Srbija je sklopila stand-by aranžman s Fondom u trajanju od 36 mjeseci. Radilo se o aranžmanu iz predostrožnosti tj. srpska Vlada nije imala namjeru povlačiti finansijska sredstva u okviru programa, osim u slučaju platno-bilančnih ranjivosti. Aranžman je uspješno okončan bez korištenja finansijskih sredstava. Važnost ovakvih programa nije u zaprimljenim finansijskim sredstvima, već se očituje u slanju snažnog signala o predanosti gospodarskim reformama od strane države primateljice, potvrđi kvalitete i vjerodostojnosti njene ekonomske politike od strane Fonda i mogućem katalitičkom učinku na priljeve inozemnog kapitala. U razdoblju sklapanja ovog aranžmana srpsko gospodarstvo bilježilo je niz negativnih rizika – stagnaciju rasta, visok postotak nenaplativih kredita, visok fiskalni deficit i rast javnog duga. Nakon 3 godine i niza reformi, država je zabilježila fiskalni suficit te smanjenje javnog duga na održivu putanju, rekordno nisku razinu nezaposlenosti, smanjen postotak nenaplativih kredita te snažan rast inozemnih izravnih investicija. Uslijed pozitivnih iskustava s ovakvim aranžmanom iz predostrožnosti, 2018. godine Srbiji je odobren novi aranžman s Fondom, tzv. instrument za koordinaciju ekonomskih politika, isključivo nefinansijske prirode.

### 4.3. Osvrt na razvoj uloge Fonda kroz vrijeme

MMF je posebno snažnu kritičku pozornost stručne i šire javnosti privukao upravljanjem finansijskom krizom u Jugoistočnoj Aziji devedesetih godina prošlog stoljeća. Ovakve okolnosti ujedno predstavljaju i početak organizacijske krize. U razdoblju globalnog prosperiteta Fond je suočen s gubitkom značaja i smanjenjem baze potencijalne klijentele. Međutim, globalna kriza pružila je organizaciji priliku za njenu ponovnu afirmaciju gdje je Fondu samo u 2009. godini odobreno dodatnih 750 milijardi dolara u svrhu jačanja njegovog djelovanja.

Ovakva organizacijska putanja razvoja popraćena je određenim promjenama u službenom diskursu – naglašava se važnost „vlasništva“ nad zajmovima i zaštita ranjivih slojeva stanovništva. MMF se obvezao i na smanjenje broja i raspona strukturnih uvjetovanosti kao i na reformu organizacijskog upravljanja.

No, recentni primjeri ukazuju na odmak između retorike i realnosti djelovanja Fonda. Kentikelenis, Stubbs i King (2016) u svom istraživanju ukazuju da je MMF zaista postupno smanjivao broj strukturnih uvjetovanosti u razdoblju iz-

među 2000. i 2008. godine. Međutim, kako je slijedom globalne krize te krize u euro-zoni jačala važnost Fonda, povećavao se i broj uvjetovanosti. Spomenuti odmak autori ilustriraju i primjerima iz sektora tržišta rada i mirovina. Tako je Fond nedavno i dalje snažno insistirao na neoliberalnim reformama u tom smislu u Grčkoj, Rumunjskoj i Portugalu usprkos empirijski utvrđenom negativnom utjecaju na dohodovne nejednakosti i održivi rast. Najzad, valja spomenuti da nakon organizacijske reforme, SAD i dalje zadržava pravo veta. Sve navedeno ukazuje na vrlo umjeren i postupan karakter promjena u djelovanju i upravljanju Fondom.

## 5. ZAKLJUČAK

Države obično sklapaju financijske aranžmane s Fondom kada više nisu u mogućnosti trajno financirati deficite na tekućem računu platne bilance priljevima inozemnog kapitala. U takvim okolnostima jedan od ključnih zadataka je potaknuti nove priljeve, odnosno smanjiti odljeve, inozemnog kapitala. I sam Fond zastupa viđenje o katalitičkom učinku svojih aranžmana na priljev inozemnog kapitala, te je stoga niz znanstvenika prvenstveno empirijskim putem pokušao testirati ima li ova ideja uporište u praksi.

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

Pregled znanstvene literature ukazuje da postoje određeni slučajevi i okolnosti kod kojih se javlja kataliza Fonda na priljeve međunarodnog kapitala, no isto tako postoje slučajevi i okolnosti gdje to nije tako ili je utjecaj Fonda u ovom kontekstu negativan. Vrlo diferencirani rezultati studija ukazuju stoga na opasnosti poopćavanja i pojednostavnjivanja, posebice temeljem promatranja pojedinačnih istraživanja. Općenito uzevši, temeljem svega iznesenog moguće je primijetiti da bilo kakvi općeniti zaključci na ovu temu iziskuju oprez, no čini se da empirijska istraživanja na velikom uzorku ne daju jednoznačnu potvrdu teze o postojanju snažnog i konzistentnog pozitivnog učinka financijskih aranžmana Fonda na priljeve inozemnog kapitala.

Ukoliko se ovakvi nalazi ne uzmu u obzir prilikom oblikovanja i provedbe ekonomske politike, to može dovesti do otežane realizacije financijskih aranžmana, neželjenih i(li) neočekivanih učinaka na priljev inozemnog kapitala, posljedično snažnije potrebe za vanjskom prilagodbom države od prethodno planirane, što



sve može otežati njen ujednačen rast i razvoj. Navedene okolnosti mogu doprinijeti i negativnoj percepciji uloge te smanjenju finansijskih resursa i samog MMF-a, a potom i posljedičnom smanjenju njegovog ekonomsko-političkog značaja i snage na globalnoj razini.

Sve navedeno ilustrira kompleksnost i nijansiranost odnosa između finansijskih aranžmana Fonda i priljeva inozemnog kapitala te mogućih implikacija. Time je naglašena potreba za njegovim daljnjim izučavanjem, razvijajući sve sofisticiranije znanstvene pristupe poput dubljeg izučavanja dizajna pojedinačnih aranžmana (npr. vrste uvjetovanosti), pokušaja kvalitetnog mjerenja njihove provedbe, upotrebe nove ekonometrijske metodologije te korištenja multidisciplinarnog pristupa (kombinirajući makroekonomiju, političke znanosti i psihologiju), u svrhu što boljeg razumijevanja ove složene pojavnosti.

#### Popis literature:

1. Adji, S. S., Ahn, Y. S., Holsey, C. M. i Willet, T. D. (1997). Political Capacity, Macroeconomic Factors, and Capital Flows. U M. Abetman, M i J. Kugler, (Ur.), *Political Capacity and Economic Behaviour* (str. 127-148). Boulder, CO: Westview.
2. Al-Sadiq, A. J. (2015). The Impact of IMF-Supported Programs on FDI in Low-income Countries, *IMF Working Paper*, 157, Washington D.C.: International Monetary Fund.
3. Andrijić, M. i Barbić, T. (2018). Trick or Treat? The Effect of IMF Programmes on Mobilising FDI in CESEE Countries. *Czech Journal of Economics and Finance*, 68(3), 245-266.
4. Barro, R. i Lee J. W. (2005). IMF Programs: Who is Chosen and What Are the Effects? *Journal of Monetary Economics*, vol. 5252, 1245-1269. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.04.003>
5. Bauer, M. Cruz, C. i Graham, B. (2012). Democracies only: When do IMF agreements serve as a seal of approval?. *The Review of International Organizations*, 7(1), 33-58. <https://doi.org/10.1007/s11558-011-9122-9>
6. Benelli, R. (2006). Do IMF-Supported Programs Boost Private Capital Inflows? The Role of Program Size and Policy Adjustment. U Mody, A. i Rebucci, A, (Ur.), *IMF-Supported Programs: Recent Staff Research*, Washington D.C.: International Monetary Fund.

7. Biglaiser, G, De Rouen, K (2011): How soon is now? The effect of the IMF on economic reforms in Latin America. *Review of International Organizations*, 6, 189-2013. <https://doi.org/10.1007/s11558-011-9123-8>
8. Biglaiser, G. i De Rouen, K. (2010). The effects of IMF programs on US foreign direct investment in the developing world. *Review of International Organizations*, 5, 73-95. <https://doi.org/10.1007/s11558-009-9071-8>
9. Bird, G. (2007). The IMF: A Bird's Eye View of its Role and Operations. *Journal of Economic Surveys*, 20(4), 683-745. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2007.00517.x>
10. Bird, G. i Mosley, P. (2009). The role of IMF in developing countries. U D. Vines i C. L. Gilbert (Ur.), *The IMF and its Critics: Reform of Global Financial Architecture* (str. 288-315), Cambridge: Cambridge University Press.
11. Bird, G. i Rowlands, D (2016). *The International Monetary Fund – Distinguishing Reality from Rhetoric*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
12. Bird, G. i Rowlands, D. (1997). The Catalytic Effect of Lending by the International Financial Institutions. *The World Economy*, 20(7), 967-991. <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00112>
13. Bird, G. i Rowlands, D. (2002). Do IMF programmes have catalytic effect on other international capital flows?. *Oxford Development Studies*, 30(3), 229-249. <https://doi.org/10.1080/1360081022000012671>
14. Bird, G. i Rowlands, D. (2009). The IMF's role in mobilizing private capital flows: are there grounds for catalytic conversion?. *Applied Economics Letters*, 16(17), 1705-1709. <https://doi.org/10.1080/13504850701604169>
15. Bird, G., Mori, A. i Rowlands, D. (2000), Do the Multilaterals Catalyse Other Capital Flows? A Case Study Analysis. *Third World Quarterly*, 21(3), 483-503. <https://doi.org/10.1080/713701040>
16. Breen, M., Egan, P. J. (2019), The Catalytic Effect of IMF Lending: Evidence from Sectoral FDI Data. *International Interactions*, 45(3), 447-473. <https://doi.org/10.1080/03050629.2019.1582530>
17. Brune, N., Garrett, J. i Kogut, B. (2004). The International Monetary Fund and the Global Spread of Privatization. *IMF Staff Papers*, 51(2), 195-219.
18. Cottarelli, C. i Giannini, C. (2006). Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending. U A. Mody i A. Rebucci, (Ur.), *IMF-Supported Programs: Recent Staff Research* (str. 202-228). Washington D.C.: International Monetary Fund.
19. Diaz-Cassou, J., Garcia-Herrero, A. i Molina, L (2006). What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?. *Banco de Espana Documentos de Trabajo*, 0617. <https://doi.org/10.2139/ssrn.922263>

20. Edwards, M. S. (2005). Investor Responses to IMF Program Suspensions: Is Noncompliance Costly?. *Social Science Quarterly*, 86, 857-873. <https://doi.org/10.1111/j.0038-4941.2005.00360.x>
21. Edwards, M.S. (2006). Signalling credibility? The IMF and catalytic finance. *Journal of International Relations and Development*, 9(1), 27-52. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jird.1800079>
22. Eurostat. (2015). Balance of Payment Statistics, *Eurostat Statistics Explained Series*. Dostupno na [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance\\_of\\_payment\\_statistics](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance_of_payment_statistics) (26. prosinca 2015.)
23. Fischer, S. (1999). *On the Need for an International Lender of Last Resort*, prepared for delivery at the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, New York, 3 January. Dostupno na <http://www.imf.org>. (16. kolovoza 2016.)
24. Ghosh, A., Lane, T., Schulze-Ghattas, M., Bulir, A., Hamann, J., i Mourmouras, A. (2002), IMF-supported programs in capital account crises, *Occasional Paper*, 210, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
25. International Monetary Fund. (2004). What is International Monetary Fund. Dostupno na <http://www.imf.org/external/about.htm> (23. svibnja 2016.)
26. International Monetary Fund. (2009). *Balance of Payments Manual*, sixth edition, Washington D. C.: International Monetary Fund.
27. International Monetary Fund. (2016). *Articles of Agreement*. Dostupno na <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm> (26. siječnja 2019.)
28. Jensen, N. M. (2004). Crisis, Conditions, and Capital: The Effect of International Monetary Fund Agreements on Foreign Direct Investment Inflows. *Journal of Conflict Resolution*, 48(2), 194-210. <https://doi.org/10.1177/0022002703262860>
29. Kentikelenis, A., Stubbs, T. i King, L. (2016). IMF conditionality and development policy space, 1985-2014. *Review of International Political Economy*, 23(4), 543-582. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1174953>
30. Kohler, H. (2001). *Promoting stability and prosperity in a globalized world*, Remarks by IMF Managing Director, Council of America, Washington, D. C., 7 May. Dostupno na <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/050701.htm> (2. ožujka 2016.)
31. Rodrik, D. (1995). Why is there Multilateral Lending?. U M. Bruno i S., Pleskovic, (Ur.), *Annual World Bank Conference on Development Economics* (str. 167-196). Washington D.C.: World Bank. <https://doi.org/10.3386/w5160>
32. Rowlands, D. (2001). The Response of Other Lenders to the IMF. *Review of International Economics*, 9(3), 531-546. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00298>

33. Schadler, S., Bennet, A., Carkovic, M., Dicks-Mireaux, L., Mecagni, M., Morsink, J. H. J., i Savastano, M. (1995). IMF Conditionality: Experience under Stand-by and Extended Fund Arrangements: Part II-Background Papers. *IMF Occasional Paper*, 129, Washington D.C.: International Monetary Fund.
34. Schadler, S., Bennet, A., Carkovic, M., Dicks-Mreaux, L., Mecagni, M., Morsink, J. H. J. i Savastano, M. (1995). IMF Conditionality: Experience under Stand-by and Extended Fund Arrangements: Part I-Key Issues and Findings. *IMF Occasional Paper*, 128, Washington D.C.: International Monetary Fund.
35. Sundać, D. i Andrijić, M. (2016). The Effect of IMF Programmes on Foreign Direct Investment in Central and South-Eastern Europe. U L. Galetić, I. Načinović Braje i B. Jaković, (Ur.), *Proceedings from the 8th International Conference "An Enterprise Odyssey: Saving the Sinking Ship Through Human Capital"* (str. 487-494). Zagreb: University of Zagreb – Faculty of Economics and Business.
36. Van der Veer, K. J. M. i de Jong, E. (2013). IMF – Supported Programmes: Stimulating Capital to Non-defaulting Countries. *The World Economy*, 36(4), 375-395. <https://doi.org/10.1111/twec.12044>
37. Vreeland, J. R. (2003). *The IMF and Economic Development*. New York: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511615726>
38. Woo, B. (2013). Conditional on Conditionality: IMF Program Design and Foreign Direct Investment. *International Interactions*, 39(3), 292-315. <https://doi.org/10.1080/03050629.2013.782303>

**Prilog:**

*Tablica 1.*

SAŽETI PRIKAZ KLJUČNIH EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA S TEMOM UTJECAJA FINANCIJSKIH ARANŽMANA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA NA PRILJEVE INOZEMNOG KAPITALA

ČLANAK	VREMENSKO RAZDOBLJE	UZORAK	METODA	ZAVISNA VARIJABLA	UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MMF-a
<b>Rodrik (1995)</b>	1970-1993	87 država u razvoju	Regresijska analiza	Tokovi međunarodnog privatnog kapitala	U cjelini pozitivan, negativan na FDI
<b>Schadler i suradnici (1995)</b>	Sredina 1988 – sredina 1991	45 financijskih aranžmana MMF-a	Inspekcija kapitalnih priljeva	Tokovi međunarodnog kapitala	U cjelini negativan <sup>a</sup>
<b>Adji i suradnici (1997)</b>	1970-1981	23 države u razvoju	Regresijska analiza	FDI	Statistički insignifikantan
<b>Bird i Rowlands (1997)</b>	1974-1989	90 država u razvoju	Regresijska analiza	Neto zajmovi iz inozemstva	Varijabilan, no mahom negativan ili statistički insignifikantan za privatni kapital
<b>Bird i suradnici (2000)</b>	1990e godine	17 država u razvoju ili u procesu tranzicije	Studije slučaja	Tokovi međunarodnog kapitala	U cjelini negativan

<b>ČLANAK</b>	<b>VREMENSKO RAZDOBLJE</b>	<b>UZORAK</b>	<b>METODA</b>	<b>ZAVISNA VARIJABLA</b>	<b>UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MMF-a</b>
<b>Rowlands (2001)</b>	1973-1989	99 država niske i srednje razine dohotka	Regresijska analiza s upotrebom fiksnih efekata	Promjena vanjskog duga	U cjelini pozitivan, no varira ovisno o razdoblju, zajmoprimcima i zajmodavcima.
<b>Bird i Rowlands (2002)</b>	1977-1999	117 država	Anketni upitnici, regresijska analiza te studije slučaja	Tokovi međunarodnog kapitala	Djelomično pozitivan u slučaju javnog kapitala, za privatni kapital mahom negativan <sup>b</sup>
<b>Ghosh i suradnici (2002)</b>	1990e godine	8 država suočenih s krizom financijskog računa platne bilance	Usporedba projekcija kapitalnih priljeva na tekućem i financijskom računu platne bilance te njihovih ostvarenja	Tokovi međunarodnog kapitala	Negativan
<b>Brune i suradnici (2004)</b>	1985-1999	95 država	Ekonometrijska analiza	Prihodi od privatizacije kao udio u bruto domaćem proizvodu	Pozitivan
<b>Jensen (2004)</b>	1970-1998	68 država	Model tretmanskog efekta	FDI	Negativan
<b>Barro i Lee (2005)</b>	1975-1999	130 država	Instrumentalne varijable	FDI	Negativan
<b>Edwards (2005)</b>	1979-1995	106 država u razvoju	Dvoetačni model tipa Heckman	Portfeljne investicije	Negativan u slučaju neadekvatne provedbe aranžmana

ČLANAK	VREMENSKO RAZDOBLJE	UZORAK	METODA	ZAVISNA VARIJABLA	UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MMF-a
<b>Benelli (2006)</b>	1992-2001	136 financijskih aranžmana fonda (SBA)	Regresijska analiza	Tokovi međunarodnog privatnog kapitala	Negativan <sup>c</sup>
<b>Diaz-Cassou i suradnici (2006)</b>	1970-2002	156 država u razvoju	Studije slučaja te regresijska analiza kroz <i>propensity score matching</i> .	Tokovi međunarodnog privatnog kapitala	Pozitivan utjecaj na FDI, negativan na kratkoročne bankovne zajmove
<b>Edwards (2006)</b>	1979-1995	126 država	Dvoetačni model tipa Heckman	Portfeljne investicije	Negativan
<b>Bird i Rowlands (2009)</b>	1979-2000	67 država srednje razine dohotka	Model tretmanskog efekta te instrumentalne varijable	Tokovi međunarodnog privatnog kapitala	Varijabilan ovisno o vrsti priljeva, no u cjelini statistički insignifikantan
<b>Biglaiser i De Rouen (2010)</b>	1980-2003	126 država u razvoju	Model tretmanskog efekta	FDI iz Sjedinjenih Američkih Država	Pozitivan u cjelini te za SBA
<b>Bauer i suradnici (2012)</b>	1977-2006	142 države	Model tretmanskog efekta	FDI	Pozitivan za demokratske države
<b>Van der Veer i de Jong (2013)</b>	1984-2004	49 država srednje razine dohotka	Instrumentalne varijable	Tokovi međunarodnog privatnog kapitala	Pozitivan <sup>d</sup>
<b>Woo (2013)</b>	1994-2006	268 financijskih aranžmana MMF-a	Model tretmanskog efekta i model tipa Heckman	FDI	Pozitivan, ovisno o broju i vrsti uvjetovanosti
<b>Al-Sadiq (2015)</b>	1980-2012	73 države niske razine dohotka	Model tretmanskog efekta te <i>propensity score matching</i>	FDI	Pozitivan

ČLANAK	VREMENSKO RAZDOBLJE	UZORAK	METODA	ZAVISNA VARIJABLA	UTJECAJ FINANCIJSKIH ARANŽMANA MMF-a
<b>Bird i Rowlands (2016)</b>	1975-2006	80 država niske razine dohotka	Model tretmanskog efekta	Tokovi međunarodnog kapitala kao udio u bruto domaćem proizvodu	Varijabilan ovisno o nizu okolnosti
<b>Sundać i Andrijić (2016)</b>	1990-2013	17 država Srednje, Istočne i Jugoistočne Europe	Model tretmanskog efekta	FDI	Varijabilan ovisno o tipu financijskog aranžmana Fonda i s tim povezanim okolnostima
<b>Andrijić i Barbić (2018)</b>	1990-2013	17 država Srednje, Istočne i Jugoistočne Europe	Model tretmanskog efekta, dvoetapna metoda najmanjih kvadrata te Arellano Bond estimacija dinamičkog panela	FDI	Negativan
<b>Breen i Egan (2019)</b>	1980-2008	52 države	Model tretmanskog efekta	FDI	Negativan <sup>e</sup>

Izvor: izrada autorice temeljem prikazane literature

Objašnjenja:

- <sup>a</sup> – Povećani priljev kapitala prisutan samo u jednoj trećini slučajeva
- <sup>b</sup> – Osim pozitivnog utjecaja EFF aranžmana na povećanje privatnog duga za siromašnije države te EFF i SBA aranžmana na portfeljne priljeve za bogatije zemlje
- <sup>c</sup> – Veličina zajma obrnuto proporcionalno povezana s priljevom kapitala
- <sup>d</sup> – Za države koje ne restrukturiraju svoj inozemni dug u istoj godini u kojoj sklapaju aranžman s Fondom
- <sup>e</sup> – Posebice za sektore s visokom zavisnošću o vanjskom financiranju te niskim nepovratnim troškovima



THE EFFECT OF INTERNATIONAL MONETARY FUND ARRANGEMENTS  
ON INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS – OVERVIEW OF BASIC TENETS  
AND ACADEMIC FINDINGS

Summary

The paper gives overview of basic tenets and academic findings regarding the effect of IMF financial arrangements on international capital flows, with a view to creating good-quality foundations for debate and making informed and scientifically-based policy decisions. Countries usually enter IMF arrangements when they have not been able to finance current account deficits by means of foreign capital inflows. In such circumstances, one of the key tasks is to instigate new foreign capital inflows and alleviate respective outflows. IMF itself has traditionally claimed that its programmes have catalytic effect in this respect. However, systematic review of the existing empirical studies points towards very nuanced results. This highlights the danger of generalisations as it appears that empirical analyses on larger samples do not corroborate the thesis about strong and consistent IMF catalytic effect on international capital. If such findings are not duly taken into account, it can exacerbate economic, financial and political issues in user-countries and IMF itself. The paper's contribution lies primarily in giving succinct picture of the subject, making critical overview of the existing studies, defining underlying trends with their possible implications and identifying potential new venues for deeper analysis and understanding of this complex phenomenon. Its overview of scientifically based notions and findings contributes not only to academic literature, but will be also valuable for policy decision-makers, investors and general public.

Key words: International Monetary Fund, international capital flows, catalytic finance