

## Finansijska globalizacija: Ponovna procena

M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff i Shang-Jin Wei\*

**Rezime:** Literatura o koristima i troškovima finansijske globalizacije za zemlje u razvoju je naprasno porasla poslednjih godina, i to kroz mnoge, potpuno različite kanale sa raznovršnošću očigledno konfliktnih rezultata. Još uvek je malo snažnih dokaza o rastućim koristima široke liberalizacije kapitalnog računa, ali veći broj skorijih radova u finansijskoj literaturi izveštava da liberalizacije tržišta akcija zaista značajno povećavaju rast. Slično tome, dokazi zasnovani na mikroekonomskim (na nivou firme ili industrije) podacima pokazuju određene koristi finansijske integracije i distorzivne efekte kontrola kretanja kapitala, ali makroekonomski dokazi i dalje ne pružaju zaključke. Istovremeno, dok neke studije zauzimaju stav da finansijska globalizacija podstiče makroekonomsku stabilnost zemalja u razvoju, druge tvrde suprotno. Ovaj rad pokušava da pruži ujedinjen pojmovni okvir za organizovanje ovako široke i rastuće literature, naročito naglašavajući skorije pristupe merenju katalizatorskih i indirektnih koristi finansijske globalizacije. U suštini, rad ukazuje da su indirektni efekti finansijske globalizacije na razvoj finansijskog sektora, institucija, vladanje i makroekonomsku stabilnost, po svoj prilici daleko bitniji od bilo kog direktnog uticaja putem akumulacije kapitala ili diversifikacije portfolia. Takav pogled objašnjava neuspeh istraživanja zasnovanih na regresijama rasta između zemalja u pronalaženju pozitivnih efekata finansijske globalizacije, usmeravajući se na novije, potencijalno korisnije i ubedljivije pristupe.

**Ključne reči:** Liberalizacija kapitalnog računa, Finansijska integracija, Rast i volatilitnost, Finansijske krize, Zemlje u razvoju.

**JEL:** F02, F21, F36, F4.

---

\* M. Ayhan Kose je Senior Economist u IMF Research Department; Eswar Prasad je Nandlal P. Tolani Senior Professor trgovinske politike na Cornell University i Senior Fellow na Brookings Institution; Kenneth Rogoff je Thomas D. Cabot profesor javne politike i profesor ekonomije na Harvard University; i Shang-Jin Wei je N.T. Wang profesor kineskog biznisa i ekonomije na Graduate School of Business, Columbia University. Autori se zahvaljuju na korisnim komentarima od velikog broja kolega i učesnika različitih seminara gde su prezentovane ranije verzije rada. Lore Aguilar, Cigdem Akin, Dionysios Kaltis, i Ashley Taylor su pružili izvanrednu istraživačku pomoć. *Dozvola za prevod i objavljivanje:* 30. april 2009. Izvorno, rad je objavljen u *IMF Staff Papers* (2009) 56, 8–62, pod originalnim nazivom *Financial Globalization: A Reappraisal*. © 2009 International Monetary Fund. Zahvaljujemo se autorima i Palgrave Macmillan Ltd na dozvoli za prevod i objavljivanje u našem časopisu (Prim. ur.).

Malo je pitanja izazvalo tako strastvenu raspravu između istraživača razvoja i kreatora politike kao zasluge finansijske globalizacije, uključujući integraciju tržišta akcija, obveznica i novca, kao i direktno vlasništvo stranog kapitala ili strane direktne investicije (SDI). S jedne strane, mnogi ekonomisti vide poboljšanu finansijsku globalizaciju kao važan korak za tržišta u nastajanju sa srednjim nivoom dohotka, koja teže nivoima dohotka i stabilnosti poput onih koje postižu napredne industrijske ekonomije (na primer, Fischer, 1998; Summers, 2000). S druge strane, mnogi uticajni istraživači nameću tvrdnju da finansijska integracija nosi ogromne rizike koji daleko prevazilaze potencijalne koristi za većinu zemalja sa srednjim nivoom dohotka (na primer, Bhagwati, 1998; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2002). Ovi ekonomisti ukazuju na preobilje finansijskih kriza zemalja u razvoju koje su se proširile na Latinsku Ameriku, Aziju i Afriku 1980-ih, a posebno 1990-ih, kao jasan dokaz o potencijalno katastrofalnim posledicama finansijske globalizacije.

Tema je od velike praktične relevantnosti za kreatore politika zemalja u razvoju, ne samo zbog toga što su zemlje kao Kina i Indija još uvek u ranim fazama finansijske globalizacije i suočavaju se sa brojnim odlukama o tempiranju dalje integracije. Finansijska globalizacija je fascinanta za istraživače, ne samo zbog izuzetnog značaja za politike, već i zbog enormnih varijacija u pristupima i iskustvima po zemljama. Razlike u brzini i pristupu finansijskoj globalizaciji često su bile vođene koliko filozofijom, regionalnim trendovima, političkim prilikama, toliko i ekonomskim faktorima. Dakle, studije između zemalja u vezi sa efektima finansijske integracije mogu potencijalno iskoristiti čitav niz prirodnih varijacija u iskustvima. Tokom proteklih deset godina masivna literatura o efektima međunarodne finansijske globalizacije na rast i volatilnost je evoluirala sa doslovno stotine objavljenih studija. Većina literature je relativno mlada jer je poslednji talas finansijske globalizacije ozbiljno počeo tek sredinom 1980-ih.

Ovo istraživanje pokušaće pružiti čitaocu sintezu i neke perspektive o ovoj rapidno rastućoj literaturi, uključujući kako rane doprinose, tako i skorije radove.<sup>1</sup> Iako je naš generalni stav da se iz literature ne mogu izvući zaključci, smatramo obećavajućim novije pristupe koji se pokušavaju fokusirati više na indirektno efekte finansijske globalizacije na produktivnost i rast BDP-a. Istovremeno, pronalazimo oskudnu empirijsku podršku diskutabilnijim tvrdnjama onih koji zastupaju stav da su liberalizacije kapitalnog računa (nasuprot, recimo, neadekvatno rigidnim režimima deviznog kursa) ključni problem većine finansijskih kriza zemalja u razvoju u toku poslednje dve decenije.

Noviji pristupi polaze od standardnog neoklasičnog okvira koji je u velikoj meri predvodio raniji talas literature o finansijskoj globalizaciji. Ova literatura smatra da ključna korist finansijske globalizacije proizilazi iz dugoročnih neto tokova kapitala od industrijskih ka zemljama u razvoju. Budući da je prva

---

<sup>1</sup> Radna verzija ovog rada pruža sveobuhvatnu listu referenci (vidi Kose i dr., 2006). Ovde smo se ograničili na pominjanje nekih ključnih radova i nemamo za cilj iscrpnost pri citiranju.

grupa zemalja bogata kapitalom, a potonja relativno siromašna kapitalom, ovo bi trebalo generisati veći rast ekonomija u razvoju, kao i koristi blagostanja za obe grupe. Možda nije iznenađujuće da je ova literatura, s obzirom na odgovarajuću literaturu o rastu u zatvorenim ekonomijama (na primer, Hall i Jones, 1999), često pronalazila konfliktne rezultate. Kao što ćemo videti, ranija literatura je, bez obzira na prednost izvanrednog niza varijacija politika, takođe patila od niza problema merenja koji su od tada prepoznati i barem delimično rešeni.<sup>2</sup>

Osnovna konceptualna tačka koja vodi naše tumačenje novije literature je da su glavne koristi uspešne finansijske globalizacije verovatno indirektna i u vidu katalizatora. Blagodeti nisu jednostavne, ili čak primarno, rezultat poboljšanog pristupa finansiranja za domaće investicije. Posmatrajući sa ove tačke gledišta, videćemo da postoje skromni ali rastući dokazi da finansijska otvorenost u mnogim okolnostima može promovisati razvoj domaćeg finansijskog sektora, nametnuti disciplinu makroekonomskim politikama, generisati dobitke efikasnosti među domaćim kompanijama izlažući ih stranoj konkurenciji, te osloboditi snage koje rezultiraju boljim javnim i korporativnim upravljanjem. To jest, mogu se generisati značajne indirektna ili „kolateralna” koristi koje će u kvantitativnom smislu najverovatnije biti najvažniji izvori poboljšanog rasta i stabilnosti zemlje uključene u finansijsku globalizaciju. Istina, istraživanje koje predstavljamo ne sadrži nikakve jednostavne formule koje bi jedna zemlja mogla pratiti kako bi izbegla zamke finansijske globalizacije. Međutim, jednostavno razumevanje da će glavne koristi pre biti katalizatorske nego direktne, već je korisna smernica kreatorima politike.

Shvatanje da finansijska globalizacija uglavnom utiče na rast kroz indirektna kanala ima važne implikacije za empirijsku analizu njenih koristi. Ako ništa, izgrađivanje institucija, jačanje tržišne discipline, te produbljivanje finansijskog sektora zahteva vreme, baš kao i realizacija koristi rasta iz takvih kanala. Ovo bi moglo objasniti zašto je u relativno kratkim periodima mnogo lakše otkriti troškove nego videti koristi. Zaista, čak i u dugom roku, otkrivanje koristi bi moglo biti varljivo, jer su indirektna i deluju kroz poboljšanja u strukturalnim, institucionalnim i makroekonomskim varijablama politike. Ukoliko su te varijable posebno uključene u dugoročne regresije između zemalja, katalizatorski efekti finansijske globalizacije bi mogli biti skriveni.

Pristup koji ističemo pomaže u povezivanju brojnih drugih delova literature. Na primer, većina radova koji se bave efektima finansijske integracije oslanjala se na *de jure* mere otvorenosti kapitalnog računa, koje su odraz pravnih

---

<sup>2</sup> Eichengreen (2001), koji se fokusira na odnos između rasta i mera ograničenja na transakcije kapitalnog računa, tvrdi da su dokazi prilično izmešani. Anketa koju smo naknadno sprovedeli o širim dimenzijama finansijske globalizacije produbljuje zagonetku. Zaključujemo da ogromna finansijska literatura pruža malo snažnih dokaza o kauzalnom odnosu između finansijske integracije i rasta. Nadalje, nalazimo da je volatilitet rasta potrošnje u odnosu na rast dohotka naizgled pozitivno povezana sa finansijskom integracijom u zemljama u razvoju, što je suprotno onome što bi kanonski teorijski modeli predvideli.

ograničenja (ili nedostatka istih) na kretanja kapitala. Ali kolateralne koristi se najverovatnije bar isto toliko mogu shvatiti kroz *de facto* integraciju, koja, kao što pokazujemo, može biti dosta različita. U praksi, distinkcija između *de jure* i *de facto* otvorenosti može biti veoma bitna. Mnoge zemlje imaju kapitalne kontrole koje su prilično stroge na papiru ali slabe u praksi, pa je tako njihov *de facto* nivo integracije – mereno kapitalnim tokovima ili nivoom inostranih sredstava i obaveza – prilično visok; ovo bi samo po sebi moglo delovati disciplinirajuće na vladu i firme.<sup>3</sup>

Fokusiranje na kolateralne umesto direktnih koristi bi takođe moglo pomoći finansijskoj globalizaciji pri objašnjavanju zašto skorije istraživanje koje ispituje efekte liberalizacija tržišta akcija na rast pronalaze tako jake pozitivne efekte iako su portfolio akcijski prilivi generalno mali u odnosu na druge vrste tokova. Liberalizacije tržišta akcija obično se odvijaju uporedo sa raznim drugim domaćim reformama i kada nacionalne vlade imaju poverenje povodom sposobnosti adekvatnog nadziranja domaćih finansijskih tržišta. Dakle, prilivi po osnovu akcija su oni, pored SDI, koji će najverovatnije prouzrokovati gore pomenute kolateralne koristi. Naša analiza može takođe pomoći u objašnjavanju zašto postoje mnogo jači dokazi zasnovani na mikroekonomskim (na nivou firme ili industrije) podacima o distorzivnim efektima kapitalnih kontrola i koristima liberalizacije kapitalnog računa.

Otpočecemo kratkim pregledom teorije, a nakon toga ćemo se okrenuti problemima merenja. Dalje istražujemo empirijsku literaturu koja posmatra direktan uticaj finansijske globalizacije na rast, pre nego što se okrenemo novijim pristupima koji se više fokusiraju na potencijalne kolateralne koristi. U zaključnom delu, rezimiramo implikacije za dalja istraživanja.

## I. Kratak pregled teorije

Otpočinjemo kratkim uvodom u osnovne teorijske argumente o tome kako bi finansijska globalizacija trebalo da utiče na rast i volatilnost; nastavice uvođeći dalje teorijske kanale kroz koje finansijska globalizacija utiče na rast, dok razmatramo relevantna pitanja u empirijskoj literaturi.

### Rast

Najjednostavniji – moglo bi se čak reći i naivni – jednosektorski neoklasični model rasta ukazuje da bi finansijska globalizacija trebalo da dovede do tokova kapitala iz kapitalno bogatih ekonomija u kapitalno siromašne ekonomije jer bi u potonjim prihodima od kapitala trebalo da budu viši. Za model kažemo da je naivan, jer u suštini, stvarne količine takvih tokova nisu ni blizu onoga što osnovni

---

<sup>3</sup> Unapred ističemo da je naša analiza usredsređena uglavnom na tokove privatnog kapitala i ne obuhvata efekte javnih tokova, uključujući inostranu pomoć i druge novčane tokove kao što su doznake (koje bi, strogo govoreći, trebalo da se evidentiraju na tekućem računu platnog bilansa).

model predviđa, kao što je Lucas (1990) slavno isticao.<sup>4</sup> U teoriji, ovi finansijski tokovi bi trebalo da dopune ograničenu domaću štednju u kapitalno siromašnim ekonomijama i da, smanjujući troškove kapitala, omoguće povećane investicije.<sup>5</sup> Određene vrste finansijskih tokova bi takođe mogle prouzrokovati prelivanja tehnologije i poslužiti kao kanal za upijanje menadžerskih i ostalih formi organizacione stručnosti iz naprednijih ekonomija.

Novije analize više naglašavaju suptilnije i indirektne kanale. Na primer, kada su domaći rezidenti u mogućnosti da drže inostrana sredstva mogu se osigurati protiv šokova na dohodak specifičnih za određenu zemlju. To naravno omogućava veću diversifikaciju rizika dohotka što može podstaći višu produktivnost i ekonomski rast kroz veću specijalizaciju.<sup>6</sup> Pored toga, finansijski tokovi bi mogli ubrzati razvoj domaćeg finansijskog sektora i, nametajući disciplinu makroekonomskim politikama, dovesti do stabilnijih politika. Mehanizme i dokaze za ove kanale razlagaćemo naknadno u radu.

### **Volatilnost**

U teoriji, efekti finansijske integracije na volatilnost outputa nisu jasni. Finansijska integracija omogućava kapitalno siromašnim zemljama udaljavanje od svojih uskih proizvodnih baza koje obično zavise od poljoprivrede i prirodnih resursa, smanjujući time makroekonomsku volatilnost. U naprednijoj razvojnoj fazi, međutim, trgovinska i finansijska integracija bi zajedno mogle omogućiti poboljšanu specijalizaciju, kao što smo već naveli. To bi zemlje u razvoju sa srednjim nivoom dohotka moglo učiniti podložnijim specifičnim industrijskim šokovima, te tako dovesti do veće volatilnosti outputa.<sup>7</sup> Ukoliko finansijska integracija preuzme formu čvrstog oslanjanja na spoljni dug, mogla bi izložiti ove zemlje svetским šokovima kamatnih stopa, te tako i većoj volatilnosti outputa.

Ipak, teorija ima snažnu predikciju o vezi između finansijske integracije i volatilnosti *potrošnje*. Budući da potrošači, pa samim tim i ekonomije, nisu skloni riziku, teorija potrošnje nam govori da bi oni trebalo da žele iskoristiti

---

<sup>4</sup> Zaista, od 2004. do 2006. godine, zemlje u razvoju i tržišta u nastajanju su zajedno u proseku imali veliki suficit tekućeg računa, pre nego deficit. Lucas je ponudio novi model rasta zasnovan na rastućim prihodima na humani kapital da bi objasnio ono što je tada bio nizak obim neto tokova ka zemljama u razvoju, iako su nedavni radovi više skloni fokusiranju na finansijske kanale istovremeno isticane od strane Gertlera i Rogoffa (1990). Mendoza, Quadrini, i Rios-Rull (2007) i Alfaro, Kalemli-Ozcan, i Volosovych (2007) tvrde da institucionalni neuspesi uopšteno govoreći mogu dovesti do preokreta tokova kapitala. Reinhart i Rogoff (2004) sugerišu da bi ponavljajuća neizvršavanja obaveza i finansijske krize zemalja u razvoju mogli smanjiti investicije. Gordon i Bovenberg (1996) se usredsređuju na ulogu asimetričnih informacija.

<sup>5</sup> Henry (2007) tvrdi da bi, čak i u kontekstu osnovnog neoklasičnog modela, kanal finansiranja trebalo da implicira samo privremeno, a ne trajno, povećanje rasta usled finansijske integracije.

<sup>6</sup> Među zemljama u razvoju, kao i regionima zemalja u razvoju, bolja podela rizika povezana je sa većom specijalizacijom (Obstfeld, 1994; Acemoglu i Zilibotti, 1997; i Kalemli-Ozcan, Sorensen, i Yosha, 2003).

<sup>7</sup> Vidi Kose, Prasad, i Terrones (2004) za detaljnije izlaganje.

finansijska tržišta za osiguranje protiv rizika dohotka, ublažavajući time efekte privremenih, specifičnih fluktuacija rasta dohotka na rast potrošnje. Iako bi prednosti međunarodne podele rizika mogle biti prilično velike u teorijskim modelima, opseg ovih koristi zavisi od različitih karakteristika specifičnog modela.<sup>8</sup> Nedavna istraživanja ubedljivo pokazuju da veća volatilnost koju doživljavaju zemlje u razvoju nagoveštava da bi one mogle izvući velike koristi iz međunarodnih sporazuma o podeli rizika (vidi Pallage i Robe, 2003).

### **Teorijska upozorenja u vezi sa koristima finansijske globalizacije**

Mogli bismo znatno duže nastaviti o tome koliko je finansijska globalizacija bitna u teoriji, i zaista ćemo i dalje uvoditi dodatne ideje u rad. Međutim, ono što raspravu o finansijskoj globalizaciji čini fascinantnom je to što se nekoliko istaknutih ekonomista pita da li su u praksi efekti uopšte pozitivni. Većina ovih ekonomista svoje argumente zasniva na teoriji drugog najboljeg rešenja i potencijalnom prisustvu drugih distorzija, proisteklih iz režima politike razmene, makroekonomskih politika, tržišta rada i asimetričnih informacija. Na primer, ukoliko su određene industrijske grane zaštićene tržišnim barijerama, međunarodni kapital bi se mogao ulivati u ove sektore radi iskorišćavanja prednosti zaštite na domaćim tržištima, što bi rezultiralo gubicima blagostanja i suboptimalnim rastom (Eichengreen, 2001). Asimetrične informacije proizašle iz manjka transparentnosti u finansijskim institucijama bi mogle prouzrokovati neefikasnu alokaciju finansijskih tokova, generisati neusaglašenosti datuma dospeća, te rezultirati skupim krizama (Stiglitz, 2004).

Zabrinutost da bi finansijska globalizacija mogla ponekad prouzrokovati negativne efekte u značajno poremećenim ekonomijama u razvoju je legitimna, iako ne i neophodno oslabljena. Zaista, kao što ćemo videti, s obzirom na dvosmislenost teorijskih saznanja, kritično pitanje u ovoj kompletnoj literaturi je da li nam empirijski dokazi mogu pojasniti zašto finansijska globalizacija naizgled ima jasne pozitivne efekte u nekim slučajevima, dok se u drugima čini kontraproduktivnom.

## **II. Merenje finansijske otvorenosti**

Tradicionalni pristup merenju finansijske otvorenosti je korišćenje mera pravnih ograničenja na prekogranične kapitalne tokove. Takve kontrole kapitala su veoma raznovrsne – kontrole na priliv vs. odliv, količina vs. cena kontrole, ograničenja na posedovanje inostranih akcija i tako dalje. Zaista, MMF-ov Godišnji izveštaj o aranžmanima razmene i restrikcijama (*Annual Report on Exchange*

---

<sup>8</sup> Posebno, koristi blagostanja zavise od volatilnosti šokova autputa, stope relativne averzije prema riziku, stope rasta prilagodene rizikom, i kamatne stope koja ne uključuje rizik u ovim modelima (videti diskusiju Obstfeld i Rogoff, 2004, Poglavlje 5; Lewis, 1999; i van Wincoop, 1999). Lucas (1987) tvrdi da politike makroekonomske stabilizacije koje smanjuju volatilnost potrošnje sa samo minimalnim koristima blagostanja nastavljaju da budu uticajne u literaturi (videti Barlevy, 2004).

*Arrangements and Exchange Restrictions*, AREAER) broji preko 60 različitih vrsta kontrola. Rana literatura o liberalizaciji kapitalnog računa upotrebljavala je 0/1 meru otvorenosti kapitalnog računa zasnovanu na informacijama iz ovih izveštaja. Neki istraživači su koristili meru udela koja je odražavala udeo godina u uzorku tokom kojih je kapitalni račun neke zemlje bio otvoren. Drugi autori su uzeli detaljne informacije iz AREAER publikacija radi konstruisanja finijih mera ograničenosti kapitalnog računa.<sup>9</sup> Sve ove mere, uprkos sve većoj sofisticiranosti i finoći, pate od niza sličnih nedostataka. Na primer, one ne obuhvataju stepen primene kapitalnih kontrola (ili efektivnost primene) koji se može promeniti tokom vremena čak i da sama pravna ograničenja ostanu nepromenjena. Štaviše, ove mere ne odražavaju uvek stvarni stepen integracije jedne ekonomije u međunarodna tržišta kapitala. Još jedna komplikacija je ta da bi mogle postojati, uprkos ekstenzivnom pokriću AREAER-a, i druge regulacije koje efektivno deluju kao kontrole kapitala, ali se ne računaju kao kontrole. Na primer, prudencijalne regulacije koje ograničavaju deviznu izloženost domaćih banaka bi mogle, u nekim slučajevima, imati iste efekte kao kontrole kapitala.

Ovo razmatranje sugerise da je distinkcija između *de jure* i *de facto* finansijske integracije krucijalna. Uostalom, ono što je zaista bitno pri analiziranju efekata finansijske globalizacije nije koliko integrisano ekonomije izgledaju na papiru, već koliko su integrisane u praksi. Mnoge ekonomije Latinske Amerike su povremeno doživljavale masivne odlive kapitala tokom poslednje dve decenije bez obzira na to što su imale kontrole na odlive. A Kina, uprkos ekstenzivnom režimu kapitalnih kontrola, nije bila u mogućnosti da zaustavi prilive špekulativnog kapitala u poslednjih nekoliko godina (Prasad i Wei, 2007).

Ali kako meriti *de facto* integraciju? Jedan pristup je posmatranje cenovnih mera integracije tržišta sredstava. Logika je u tome da bi integracija tržišta kapitala trebalo da se odražava u istim cenama sličnih finansijskih instrumenata preko nacionalnih granica (Karolyi i Stulz, 2003). Postoje, međutim, ozbiljni praktični problemi pri upotrebi takvih mera za tržišta u nastajanju i ekonomije u razvoju sa niskim nivoom dohotka. Prihodi od finansijskih instrumenata u ovim ekonomijama mogli bi uključivati veliki broj premija rizika i likvidnosti koje je teško kvantifikovati. Uz to, domaća finansijska tržišta možda jednostavno nisu dovoljno duboka ili likvidna da bi omogućila efikasnu arbitražu razlika u cenama.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Mere udela su kreirali Grilli i Milesi-Ferretti (1995), Rodrik (1998), i Klein i Olivei (2006). Finije mere otvorenosti zasnovane na AREAER razvili su Quinn (1997, 2003), Miniane (2004), Chinn i Ito (2006), Mody i Murshid (2005), i Edwards (2005). Edison i Warnock (2003) konstruišu mere ograničenosti kapitalnog računa vezane samo za tokove akcija. Bekaert i Harvey (2000) i Henry (2000a) sakupljaju datume liberalizacija tržišta akcija u zemljama u razvoju. Kasnije diskutujemo sažeto i detaljnije o nekima od ovih užih mera.

<sup>10</sup> Druge mere integracije uključuju korelacije štednja-investicije i, povezano sa gore pomenutim pristupom zasnovanim na cenama, različite uslove kamatnog pariteta (vidi Frankel, 1992; i Edison i drugi, 2002). Međutim, ove mere je takođe teško operacionalizovati i protumačiti na duži period i za veće grupe zemalja.

Količinske mere integracija bazirane na stvarnim tokovima pružaju, prema našem mišljenju, najbolju raspoloživu meru *de facto* integracije jedne zemlje sa globalnim finansijskim tržištima. Da li bi integraciju trebalo meriti pomoću bruto tokova (suma ukupnih priliva i ukupnih odliva) ili neto tokova (razlika između priliva i odliva)? Iako izbor zavisi od preciznog pitanja za koje se neko interesuje, bruto tokovi generalno pružaju manje volatilnu i više senziбилnu sliku integracije. Zapravo, ova mera ima prednost obuhvatanja dvosmernih tokova koji su za očekivati kada bi ekonomije efikasno delile rizik u svetu sa više finansijskih instrumenata i agentima sa različitim profilima rizika.

Međutim, godišnji bruto tokovi imaju tendenciju da budu volatilniji i podložniji greškama merenja. Za ublažavanje tih problema, poželjnije je koristiti sumu bruto tokova inostranih sredstava i obaveza kao učešće u BDP-u. Ovo zadržava duh merenja *de facto* integracije i otklanja mnoge probleme povezane sa podacima tokova. Štaviše, u neke svrhe – posebno podela rizika – mere tokova su prikladnije. Na primer, ako zemlja poseduje velike količine (stokove) inostranih sredstava i obaveza, male promene deviznog kursa mogu imati velike efekte vrednovanja i poslužiti kao mehanizam za podelu rizika, čak i da su pozicije neto sredstava male.

Mere integracije koje koristimo u sledećem delu oslanjaju se na pionirski rad Lane i Milesi-Ferretti (2006) koji su konstruisali ekstenzivni set podataka bruto obaveza i sredstava za 145 zemalja, pokrivajući period od 1970. do 2004.<sup>11</sup> Njihov set podataka sadrži informacije o kompoziciji međunarodnih finansijskih pozicija, uključujući SDI, portfolio investicije u akcije, inostrani dug i zvanične rezerve.<sup>12</sup> Pored toga, set podataka uključuje efekte vrednovanja i druge probleme kojima su obično bremeniti originalni podaci na nivou zemlje, i takođe koriguje neke razlike u definicijama podataka i konstrukcijama varijabli po zemljama.

Mi ne tvrdimo da je naše preferirano *de facto* merenje integracije bez mane. Collins (2007) je tvrdila da su, bez obzira na njihove druge zasluge, *de facto* indikatori najverovatnije endogeni u regresijama rasta, zbog čega je teško ustanoviti uzročne efekte. Kao što ćemo kasnije raspravljati, *de jure* mere takođe sadrže snažan element endogenosti, kao dodatak raznim drugim nedostacima. Suština je da kako *de facto*, tako i *de jure* mere finansijske integracije sadrže važne informacije, ali *de facto* mere pružaju bolju sliku stepena integracije jedne

---

<sup>11</sup> Ovi autori znatno proširuju svoju bazu podataka Eksterno bogatstvo nacija (*External Wealth of Nations*, Lane i Milesi-Ferretti, 2001) koristeći prerađenu metodologiju i veći set izvora. Iako su im serije, koje služe kao osnova za poređenje, zasnovane na zvaničnim procenama Međunarodne investicione pozicije (*International Investment Position*), pozicije tokova za prethodne godine izračunavaju pomoću podataka o tokovima kapitala i računu za kapitalne dobitke i gubitke.

<sup>12</sup> SDI se odnose na direktne investicije u domaću kompaniju, čime strani investitor dobija vlasnički udeo. Portfolio akcijski prilivi se odnose na kupovinu domaće emitovanih akcija kompanije od strane stranih investitora. Prilivi dugova podrazumevaju kupovanje duga koji emituje korporacija ili vlada od strane stranih investitora, kao i inostrano pozajmljivanje preduzeto od strane domaćih banaka.



zemlje u globalna finansijska tržišta, a ova mera je prikladnija za mnoge empirijske primene.

### Trendovi finansijske globalizacije

Mere *de facto* integracije zasnovane na Lane-Milesi-Ferretti podacima pokazuju veliki porast finansijske globalizacije od sredine 1980-ih.<sup>13</sup> Slika 1 upoređuje evoluciju *de jure* integracije temeljene na MMF-ovoj binarnoj meri ograničenosti kapitalnog računa, gde je prosečna vrednost izračunata po zemljama u svakoj grupi sa odgovarajućim grupnim prosecima mere *de facto* finansijske otvorenosti (stok međunarodnih finansijskih sredstava i obaveza izražena kao učešće u BDP-u).<sup>14</sup> Prema obe mere, napredne ekonomije su postale značajno integrisane u globalna finansijska tržišta. Za ekonomije tržišta u nastajanju, prosečna *de jure* otvorenost nije se mnogo promenila sudeći po merama MMF, ali se *de facto* integracija oštro povećala tokom protekle dve decenije. Za druge ekonomije u razvoju, *de jure* otvorenost se u proseku oštro povećavala tokom protekle decenije na nivo viši od onog za ekonomije tržišta u nastajanju, ali je *de facto* mera za taj period ostala ravna. Ova slika naglašava različit sadržaj informacija u dva tipa merenja integracija kao i koliko je bitno uzeti u obzir te razlike pri analiziranju efekata finansijske globalizacije.<sup>15</sup>

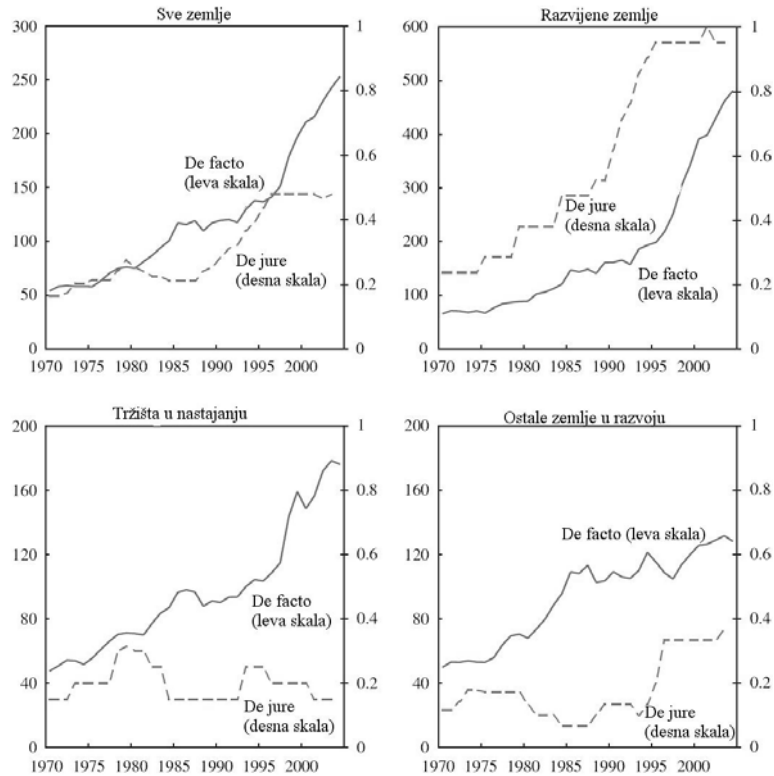
---

<sup>13</sup> Raniji talas finansijske globalizacije (1880-1914) analizirali su Bordo, Taylor, i Williamson (2003), Obstfeld i Taylor (2004), i Mauro, Sussman, i Yafeh (2006).

<sup>14</sup> Uzorak zemalja korišćenih u našoj analizi naveden je u Apendiksu podataka.

<sup>15</sup> Odredene mere *de jure* integracije zaista bolje prate *de facto* integraciju. Na primer, Edison-Warnock mera ograničenja na akcijski priliv menja se više u skladu sa *de facto* integracijom tržišta u nastajanju, ali je ova mera dostupna samo za limitiran broj zemalja i tokom kratkog vremenskog perioda. Pored toga, akcijski prilivi predstavljaju samo mali deo ukupnih priliva.

**Slika 1.** Evolucija međunarodne finansijske integracije: 1970-2004.



Komentar: Ova slika prikazuje neponderisane proseke između zemalja, unutar svake grupe, za dve mere otvorenosti kapitalnog računa. *De jure* mere se baziraju na MMF-ovoj 0-1 klasifikaciji restriktivnosti kapitalnog računa, pri čemu 1 predstavlja zemlje sa otvorenim kapitalnim računom. *De facto* mera je bazirana na odnosu bruto stokova inostranih sredstava i obaveza u odnosu na BDP, sa originalnim podacima preuzetim iz Lane i Milesi-Feretti (2006). Videti Apendiks podataka za pregled zemalja u svakoj grupi.

SDI i portfolio akcijski kapital postali su dominantan oblik novih tokova ka ekonomijama u razvoju, iako je dug i dalje odgovoran za više od polovine ukupnih spoljnih obaveza. Udeo duga u bruto stokovima inostranih sredstava i obaveza se smanjio sa 75% u 1980-1984. godine na 59% u periodu 2000-2004. (Tabela 1). Među naprednim ekonomijama, najveći porast bio je u udelu portfolio kapitala. Za tržišta u nastajanju, udeo SDI i portfolio kapitala povećao se sa 13% u periodu 1980-1984. na 37% u periodu 2000-2004. godine, odražavajući talas spajanja i akvizicija, privatizacija državnih kompanija i liberalizacije tržišta akcija, koji su prouzrokovali tokove ka tim ekonomijama u ranim do sredine 1990-ih. Poslednjih godina, akumulacija zvaničnih međunarodnih rezervi činila je značajan udeo povećanja bruto inostranih sredstava ekonomija u nastajanju i drugih ekonomija u razvoju; stoga, udeo kategorije „ostalo” skočio je tokom protekle decenije.

**Tabela 1.** Međunarodna finansijska integracija

	Bruto stokovi inostranih sredstava i obaveza			Bruto prilivi		
	1980-84.	1990-94.	2000-04.	1980-84.	1990-94.	2000-04.
<b>Sve zemlje (milijarde dolara)</b>	7,124	26,411	76,142	397	1,209	3,564
Udeo stranih direktnih investicija	15.6	17.9	21.8	12.9	15.6	19.6
Udeo akcija	4.9	9.5	15.9	3.9	9.4	12.0
Udeo duga	75.1	69.4	58.7	83.2	75.0	68.4
Udeo ostalog	4.4	3.3	3.6	-	-	-
<b>Razvijene ekonomije (milijarde dolara)</b>	6,100	23,969	69,441	325	1,008	3,260
Udeo stranih direktnih investicija	16.1	17.9	21.4	12.3	13.9	16.9
Udeo akcija	5.5	9.9	16.5	4.4	9.0	12.1
Udeo duga	74.8	69.7	59.8	83.3	77.2	71.0
Udeo ostalog	3.6	2.5	2.3	-	-	-
<b>Ekonomije u nastajanju (milijarde dolara)</b>	859	2,167	6,221	66	194	288
Udeo stranih direktnih investicija	12.0	17.6	26.6	15.9	24.4	48.6
Udeo akcija	1.3	6.1	10.6	1.5	11.7	12.1
Udeo duga	77.9	64.6	46.6	82.6	63.9	39.3
Udeo ostalog	8.8	11.7	16.2	-	-	-
<b>Ostale zemlje u razvoju (milijarde dolara)</b>	165	276	480	6	7	16
Udeo stranih direktnih investicija	16.0	14.4	22.7	15.1	27.7	44.5
Udeo akcija	0.2	0.3	1.0	1.1	0.5	0.4
Udeo duga	73.8	78.5	58.3	83.8	71.8	55.1
Udeo ostalog	6.7	5.6	12.0	-	-	-

Komentar: Podaci prikazani u ovoj tabeli su bazirani na prosečnim godišnjim podacima između zemalja u toku relevantnog petogodišnjeg perioda za svaku grupu zemalja. Uzorak sadrži 21 industrijalizovanih, 20 ekonomija u nastajanju i 30 ostalih zemalja u razvoju. Vidi Apendiks podataka za pregled zemalja u svakoj grupi. Kategorija "ostalo" uključuje finansijske derivate i ukupne rezerve minus zlato. Akcije su predstavljene kao procenat od ukupnog. Originalni podaci su bazirani na setu podataka konstruisanim od strane Lane i Milesi-Ferretti (2006).

Neke od ovih tendencija su jače izražene ukoliko se posmatraju bruto privatni prilivi (Tabela 1). Iako je finansiranje duga i dalje najznačajniji izvor priliva za napredne ekonomije, SDI sada čine skoro polovinu ukupnih priliva ekonomija u razvoju. Tokovi akcijskog kapitala postali su prilično bitni za tržišta u nastajanju, gde čine skoro 12 procenata priliva, ali ova kategorija je i dalje gotovo nepostojeća za druge ekonomije u razvoju odražavajući nedovoljnu razvijenost njihovih tržišta akcija.

### III. Makroekonomski dokazi o efektima finansijske globalizacije

U ovom odeljku prikazujemo makroekonomske dokaze o efektima finansijske globalizacije, u smislu kako rasta tako i volatilnosti. Glavni zaključak je da su dokazi zasnovani na obrascu regresije između zemalja neubedljivi na neki način i, kao što ćemo raspravljati u nastavku, poseduju niz konceptualnih ograničenja koja ne mogu lako biti prevaziđena jednostavnim korišćenjem boljih skupova podataka između zemalja ili više sofisticiranih ekonometrijskih tehnika.

#### Efekti na rast

Veliki deo literature o koristima finansijske globalizacije temeljen je na regresijama rasta između zemalja. Ova literatura pati od brojnih nedostataka drugih srodnih literatura o rastu koje koriste isti empirijski pristup. Ipak, postoji nada da ovaj pristup može biti bolji za otkrivanje efekata finansijske integracije na rast. Uostalom, pored varijacija u nivoima finansijske integracije po zemljama, ovi nivoi su drastično varirali tokom vremena za većinu zemalja, baš kao i pristupi različitih zemalja u pogledu otvaranja za finansijske tokove.

Opšte percepcije o koristima finansijske integracije za rast duguju dosta činjenici da su ekonomije tržišta u nastajanju, kao grupa, doživele daleko veći kumulativni rast od 1970. nego druge zemlje u razvoju ili čak industrijske zemlje (Slika 2). Izuzimanje Kine i Indije sa spiska tržišta u nastajanju čini učinak ove grupe manje spektakularnim, iako je i dalje bolji od onog koji pokazuje grupa drugih zemalja u razvoju.

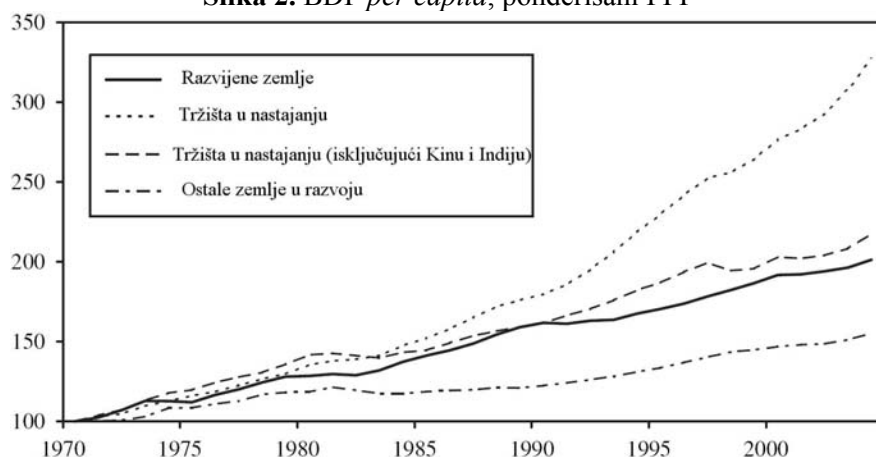
Radi dobijanja intuitivnog utiska o odnosu između finansijske otvorenosti i rasta, Tabela 2 prikazuje spisak najbrže rastućih ekonomija tokom 1980-2005. i spisak najsporije rastućih (ili najbrže opadajućih) ekonomija u istom periodu.<sup>16</sup> Iz ove tabele se može videti da finansijska globalizacija *nije neophodan uslov* za postizanje veće stope rasta. Na primer, Mauricijus je uspeo postići visok rast bez obzira na to što nije bio veoma otvoren za finansijske tokove. Najbrže rastuća ekonomija tokom ovog perioda bila je Kina, koja je bila otvorena za SDI ali ne i za ostale vrste tokova.

---

<sup>16</sup> Neke zemlje su prošle kroz finansijsku integraciju tokom ovog perioda, posebno u drugoj polovini 1990-ih. Stoga, bilo koji rezultat temeljen na prosečnom rastu tokom ovog perioda bi trebalo oprezno tumačiti. Spisak zemalja u našem uzorku naveden je u Apendiksu podataka.

Očito je da finansijska integracija takođe *nije dovoljan preduslov* za brz ekonomski rast. Na primer, i Bolivija i Venecuela su bile delimično otvorene za tokove stranog kapitala tokom ovog perioda; ipak, njihove ekonomije su u proseku registrovale negativni rast. Međutim, tabela sugerise da će generalno ekonomije u padu pre biti finansijski zatvorene, mada je smer kauzalnosti nejasan.

Slika 2. BDP *per capita*, ponderisani PPP



Komentar: Ova slika prikazuje kumulativne promene u indeksima BDP *per capita* za svaku grupu zemalja, izračunate putem stopa rasta realnog BDP za svaku zemlju i ponderisanjem sa faktorom prilagođavanja PPP. Indeksi su postavljeni na 100 u baznom periodu. Videti Apendiks podataka za pregled zemalja u svakoj grupi.

Tabela 2. Najbrže- i najsporije-rastuće zemlje u razvoju tokom 1980-2005. i njihov status finansijske otvorenosti

Najbrže-rastuće ekonomije	Prosečni rast BDP	Finansijska otvorenost?	Najsporije-rastuće ekonomije	Prosečni rast BDP	Finansijska otvorenost?
N.R. Kina	8.49	Da/Ne	Nigerija	-1.78	Ne
R. Koreja	5.52	Da	Zambija	-0.90	Ne
Tajland	4.57	Da	Zimbabve	-0.79	Ne
Singapur	4.49	Da	B.R. Venecuela	-0.74	Da/Ne
Mauricijus	4.19	Da/Ne	Togo	-0.73	Ne
Indija	3.96	Da/Ne	Bolivija	-0.14	Da/Ne
Indonezija	3.73	Da	Malavi	-0.13	Ne
Malezija	3.69	Da <sup>1</sup>	El Salvador	-0.01	Ne
Čile	3.57	Da <sup>1</sup>	Paragvaj	0.01	Ne
Šri Lanka	3.00	Da/Ne	Kenija	0.02	Ne

Komentar: Prosečne stope rasta su izvedene koristeći serije realnog *per capita* BDP (u konstantnim jedinicama lokalne valute) iz Svetskih razvojnih indikatora iz baze Svetske banke. Da bi se zemlje klasifikovale kao finansijski (ne)otvorene, pokušali smo da konstruišemo meru koja uključuje informacije o *de jure* i *de facto* merama otvorenosti. Zemlje smo klasifikovali u „Da/Ne” grupu u kojima su *de jure* i *de facto* mere finansijske otvorenosti veoma različite, ili koje su otvorene za (ili primaju) samo određene oblike priliva. Na primer, postoje određene zemlje kao Kina koje su veoma otvorene i primaju značajne nivoe određenih oblika investicija (SDI), ali su zatvorene za ostale oblike investicija.

<sup>1</sup> Čile i Malezija, dok su bile otvorene u *de facto* smislu, imale su veoma restriktivne kontrole kratkoročnih priliva u određenim delovima istraženog perioda.

Radi daljeg ilustrovanja veze između ekonomskog rasta i finansijske otvorenosti, Slika 3a (levo) predstavlja grafik disperzije prosečne stope rasta realnog BDP-a *per capita* naspram prosečnog nivoa finansijske otvorenosti tokom protekle dve decenije. Ne postoji sistematska veza između ove dve varijable.<sup>17</sup> Postoji slaba pozitivna veza između prosečnog rasta BDP-a i *promene* u merenju finansijske otvorenosti (Slika 3b, levo), što je u skladu sa utiskom da ekonomije integrisane u globalna finansijska tržišta brže rastu. Ali, kada su sve druge determinante kontrolisane, čak i ovaj odnos nestaje (Slika 3b, desno).

U tabeli 3a nudimo pregled empirijske literature koja za cilj ima uspostavljanje kauzalne veze između finansijske otvorenosti i rasta. Iako neke od ovih studija zaključuju da postoje koristi za rast povezane sa međunarodnom finansijskom integracijom, većina ne pronalazi nikakve efekte ili pronalazi izmešane efekte (rezultati koji nisu snažni po alternativnim specifikacijama) za zemlje u razvoju. Pomenuto potkrepljuje našu tvrdnju da ukoliko finansijska integracija ima pozitivan efekat na rast, očigledno nije robustan, posebno kada se kontrolišu uobičajene determinante rasta.

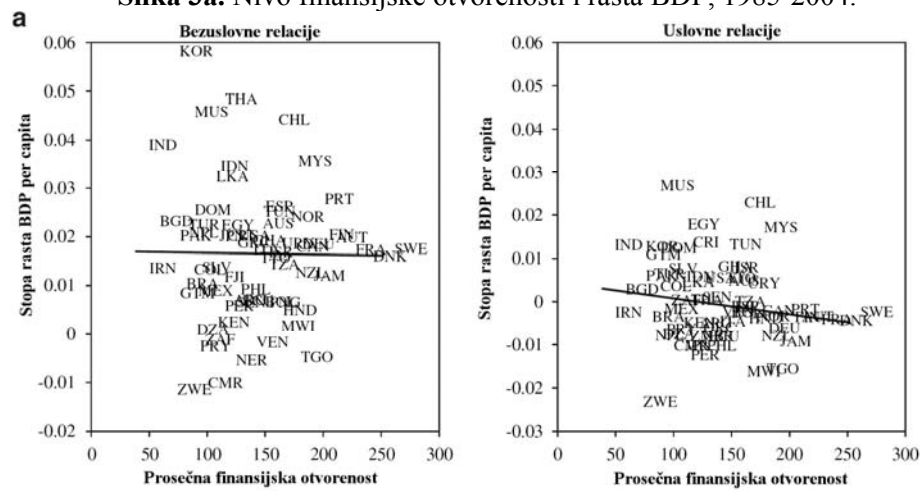
Zašto različite studije dolaze do tako raznovrsnih zaključaka o važnosti finansijske integracije pri uticaju na dugoročne ekonomske performanse? Empirijske studije koje koriste finije *de jure* mere otvorenosti kapitalnog računa naizgled dolaze do pozitivnijih rezultata o uticaju finansijske integracije na ekonomski rast. U dosta citiranoj studiji, Rodrik (1998) pronalazi da liberalizacija kapitalnog računa nema značajne efekte na ekonomski rast. Njegova analiza je temeljena na binarnoj meri kapitalnih kontrola, što je očigledno veoma gruba mera međunarodne finansijske integracije. Upotrebljavanjem finije i informativnije verzije iste mere *de jure* otvorenosti, Quinn i Toyoda (2008) dokumentuju pozitivnu vezu između liberalizacije kapitalnog računa i ekonomskog rasta. U studiji

<sup>17</sup> Iz ovih nacrti smo izostavili pojedine zemlje koje su značajno izvan uzorka, uglavnom one sa veoma visokim nivoima finansijske otvorenosti u odnosu na BDP (videti Apendiks). Korišćenje kompletnog uzorka zemalja napravilo je malu razliku u ovde prikazanim korelacijama. Ne proučavamo sistematski efekte zemalja koje su značajno izvan uzorka jer bi ovi nacrti trebalo da budu samo deskriptivni, i ne računaju se u formalne empirijske dokaze.

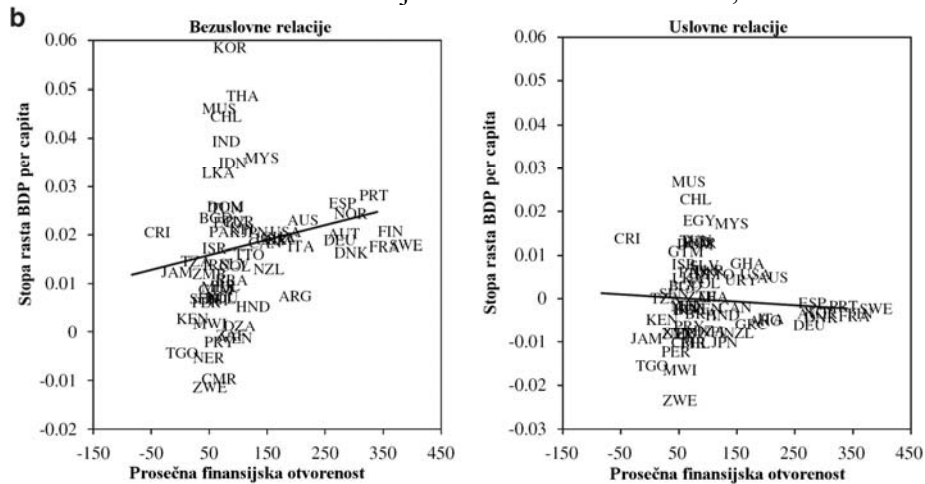
jama koje koriste kako *de jure*, tako i *de facto* mere, specifikacije u kojima se otvorenost kapitalnog računa meri pomoću *de facto* mera daju veću podršku efektima finansijske integracije koji potencijalno povećavaju rast, nego one koje koriste *de jure* mere.<sup>18</sup>

Postoje drugi razlozi zašto se rezultati značajno razlikuju po studijama – period uzorka, pokrivenost zemlje, te izbor empirijske metodologije, svi prave veliku razliku. Na primer, Rodrikova analiza pokriva period 1975-1989. godine, ali uzorak Quinn i Toyode pokriva duži period 1955-2004.

Slika 3a. Nivo finansijske otvorenosti i rasta BDP, 1985-2004.



Slika 3b. Promena finansijske otvorenosti i rasta BDP, 1985-2004.



<sup>18</sup> Vidi Kraay (1998), O'Donnell (2001), i Edison i drugi (2002).

Komentar: Rast se odnosi na prosečni realni rast BDP *per capita*. Finansijska otvorenost je definisana kao odnos bruto stokova inostranih sredstava i obaveza u odnosu na BDP i bazirana je na setu podataka konstruisanim od strane Lane i Milesi-Ferretti (2006). Drugi panel na svakoj slici koristi rezidualne iz regresije između zemalja u vezi sa rastom inicijalnog dohotka, rastom populacije, ljudskim kapitalom, i stopom investicija.

**Tabela 3a.** Pregled ključnih empirijskih studija u vezi sa finansijskom integracijom i rastom

Studija	Broj zemalja/vremenski period	Zavisna varijabla/regresiona metodologija	Mera finansijske otvorenosti	Ključni nalazi
Alesina, Grilli, i Milesi-Ferretti (1994)	20 1950-89.	$\Delta Y$ i $\Delta Y_c$ Godišnji panel bez individualnih i vremenskih efekata OLS	Binarna	NEMA EFEKTA: Nema jasnog uticaja kontrola kretanja kapitala na rast u OECD zemljama.
Grilli i Milesi-Ferretti (1995)	61 1966-89.	$\Delta Y_c$ Petogodišnji panel bez individualnih i vremenskih efekata IV	Udeo	NEMA EFEKTA: Nema dokaza o snažnoj korelaciji između restrikcija kapitalnog računa i rasta.
Quinn (1997)	64 1960-89.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS	$\Delta$ Quinn	POZITIVNI: Postoji snažna pozitivna veza između liberalizacije kapitalnog računa i rasta.
Kraay (1998)	117 1985-97	$\Delta Y_e$ Uporedni presek, OLS i IV	Udeo, Quinn, Obim	IZMEŠANI: Promena finansijske otvorenosti nije signifikantno povezana sa rastom (koeficijent Obima je signifikantno pozitivan ali rezultati nisu robustni).
Rodrik (1998)	95 1975-89.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS	Udeo	NEMA EFEKTA: Nema dokaza o signifikantnom efektu finansijske otvorenosti na rast.
Bosworth i Collins (1999)	58 1978-95.	I/Y, S/Y Godišnji panel FE i IV	Obim	IZMEŠANI: SDI su krajnje korisne za domaće investicije ali portfolio tokovi nemaju vidljiv efekat, dok se zajmovi nalaze negde između. Nesignifikantan uticaj međunarodnih tokova na štednju.
Bailliu (2000)	40 1975-95.	$\Delta Y_c$ Petogodišnji panel dinamički GMM	Obim	IZMEŠANI: Prilivi kapitala podstiču viši ekonomski rast ali samo u ekonomijama u kojima je bankarski sektor dostigao određen nivo razvoja.



Arteta, Eichen-green, and Wyplosz (2003)	61 1973-92.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS i IV; panel podperioda bez individualnih i vremenskih efekata OLS</i>	Quinn, $\Delta$ Quinn	IZMEŠANI: Dokaz o pozitivnoj vezi između liberalizacije kapitalnog računa i rasta je osjetljiv ali postoji snažnija korelacija sa rastom kada su mere otvorenosti u vezi sa trgovinskom otvorenošću i pravilima zakona.
Edwards (2001)	62 1980-89.	$\Delta Y_c, \Delta$ TFP <i>Uporedni presek WLS, IV WLS</i>	Udeo, Quinn, $\Delta$ Quinn	IZMEŠANI: Otvorenost kapitalnog računa pozitivno utiče na rast samo nakon što je zemlja dostigla određen stepen ekonomskog i finansijskog razvoja.
McKenzie (2001)	112 1960-89.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS; Petogodišnji panel dinamičkog GMM</i>	Binarna	IZMEŠANI: Ne postoje snažni dokazi o signifikantnom uticaju kontrola kretanja kapitala na ekonomski rast.
O'Donnell (2001)	94 1971-94.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS, IV</i>	Udeo, Obim	IZMEŠANI: Nema dokaza o uticaju kontrola kretanja kapitala na rast, ali je obim ponekad signifikantan.
Quinn, Inclan, i Toyoda (2001)	76 1960-98.	$\Delta Y_c$ <i>Petogodišnji panel FE</i>	Quinn, $\Delta$ Quinn	POZITIVNI/IZMEŠANI: Liberalizacija kapitalnog računa ima snažan pozitivni uticaj na rast u većini zemalja.
Quinn i Toyoda (2008)	85 1955-2004.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek i petogodišnji panel. FE, dinamički sistem GMM</i>	Quinn, $\Delta$ Quinn, Udeo, SMLD	POZITIVNI: Otvorenost kapitalnog računa (i liberalizacije međunarodnog tržišta akcija) je povezana sa kasnijim ekonomskim rastom. Malo je dokaza o efektima neizvesnog delovanja ostalih faktora.
Reisen i Soto (2001)	44 1986-97.	$\Delta$ GNP <sub>c</sub> <i>Godišnji panel dinamičkog GMM</i>	Obim	IZMEŠANI: I SDI i akcijski portfolio tokovi vrše značajan pozitivni uticaj na rast, ali bankarsko pozajmljivanje doprinosi rastu samo ukoliko je bankarski sistem dobro kapitalizovan.
Edison i ostali (2002)	57 1980-2000.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS, IV; petogodišnji panel dinamički GMM</i>	Udeo, Obim	NEMA EFEKATA/IZMEŠANI: Uz izolovane izuzetke, nemoguće je odbaciti nultu hipotezu da međunarodna finansijska integracija ne ubrzava rast čak i u slučaju kontrolisanja pojedinačnih ekonomskih, finansijskih, institucionalnih, i političkih karakteristika.

Eichengreen i Leblang (2003)	47 1975-95.	$\Delta Y_c$ <i>Petogodišnji panel dinamičkog sistema GMM</i>	Binarna	IZMEŠANI: Otvoren kapitalni račun podstiče rast u periodima finansijske stabilnosti na međunarodnim tržištima sa kontrolama koje imaju ulogu izolovanja tokom nestabilnosti. Slični rezultati za 27 ekonomija, 1880-1997.
Bonfiglioli i Mendicino (2004)	90 1975-99.	$\Delta Y_c$ <i>Petogodišnji panel dinamičkog sistema GMM</i>	Binarna	IZMEŠANI: Liberalizacija kretanja kapitala ima pozitivan efekat na rast ali uglavnom putem indirektnih kanala, na primer, ublažavanje efekata bankarskih kriza (dok liberalizacija tržišta akcija ima direktne efekte ali bez interakcije sa bankarskim krizama).
Durham (2004)	80 1979-98.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS</i>	Obim	IZMEŠANI: Efekti rasta SDI i portfolio tokova zavise od kapaciteta apsorpcije domaćih ekonomija, a posebno finansijskog ili institucionalnog razvoja.
Edison i ostali (2004)	73 1976-95.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS</i>	Udeo, Quinn	IZMEŠANI: Liberalizacija kapitalnog računa ima pozitivne efekte na rast u zemljama sa srednjim nivoom dohotka.
Bussiere i Fratzscher (2004)	45 1980-2002.	$\Delta Y_c$ <i>Petogodišnji panel dinamičkog sistema GMM</i>	KS, Obim	IZMEŠANI: Pozitivni kratkoročni uticaj liberalizacije kapitalnog računa na rast, ali dugoročniji efekti zavise od institucionalnog kvaliteta, tokova SDI, i redosleda liberalizacije.
Vanassche (2004)	45 1980-97.	$\Delta IND$ <i>Uporedni presek OLS, IV</i>	Udeo, Quinn	POZITIVNI: Finansijska otvorenost ima pozitivan uticaj na rast sektorske dodate vrednosti ali sa većim relativnim uticajem na one sektore koji se više oslanjaju na eksterno finansiranje.
Chanda (2005)	82 1976-95.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS</i>	Udeo	IZMEŠANI: Liberalizacija kapitalnog računa značajno povećava rast u etnički homogenijim zemljama.
Klein (2005)	71 1976-95.	$\Delta Y_c$ <i>Uporedni presek OLS, IV, NLLS</i>	Udeo	IZMEŠANI: Otvorenost kapitalnog računa ima statistički značajan uticaj na rast u zemljama sa boljim (ne najboljim) institucijama.
Mody i Murshid (2005)	60 1979-99.	$I/Y$ <i>Godišnji i trogodišnji paneli FE, IV, dinamički GMM</i>	Obim, suma	IZMEŠANI: SDI su imale najsnažniji pozitivni uticaj na domaće investicije. Pozitivan odnos između tokova kapitala i rasta investicija je više izražen pri snažnijim politikama.
Vlachos i Waldenström (2005)	42 1980-90.	$\Delta IND$ <i>Uporedni presek sa FE, OLS i IV</i>	Obim, binarna	IZMEŠANI: Rast dodate vrednosti u sektorima zavisnijim od eksternog finansiranja nije viši u periodu nakon liberalizacije ali postoje pozitivni efekti na rast outputa i u određenom broju firmi.

Klein i Olivei (2006)	70 1976-95.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS, IV	Udeo	IZMEŠANI: Razvijene ekonomije sa otvorenim kapitalnim računom su iskusile veći rast i finansijski razvoj (sa kasnijim efektima koji nisu prisutni u zemljama u razvoju).
-----------------------	----------------	--	------	--

Komentar: Zavisna varijabla: EBITDA: zarade pre kamate, poreza, depresijacije i amortizacije;  $\Delta GNP_c$ : stopa rasta realnog BNP *per capita*; I: investicije; I/Y: investicije preko BDP;  $\Delta I_c$ : stopa rasta investicija *per capita*;  $\Delta IND$ : stopa rasta merena na nivou industrije, na primer, realna dodata vrednost, output ili broj firmi;  $\Delta \ln I$ : stopa rasta realnih privatnih investicija; S/Y: štednja preko BDP;  $\Delta TFP$ : stopa rasta ukupne faktorske produktivnosti;  $\Delta Y_c$ : stopa rasta realnog BDP *per capita*;  $\Delta Y$ : stopa rasta realnog BDP.

Regresiona metodologija: uporedni presek: jedna opservacija za svaku zemlju tokom čitavog perioda; FE: fiksni efekti zemlje i/ili industrije; GMM: generalizovani metod momenata; IV: instrumentalne promenljive; NLLS: ne-linearni najmanji kvadrati; OLS: obični najmanji kvadrati; Panel: ponovljene opservacije na zemljama (ili industrijama unutar zemalja) posmatrane tokom nekoliko perioda (koje mogu biti, na primer, godišnje, petogodišnje ili dekadne); Bez individualnih i vremenskih efekata: pretpostavka je da ne postoje specifični fiksni efekti za zemlju; RE: slučajni efekti na nivou zemlje; SUR: naizgled nepovezane regresije; WLS: ponderisani najmanji kvadrati.

Mera finansijske otvorenosti: Suma: suma četiri binarna AREAER indikatora liberalizacije preko sledećih indikatora – kapitalni račun, tekući račun, izvozni prihodi, i mnogostruki devizni kursevi; Binarna: 0/1 veštačka varijabla iz AREAER uzimajući vrednost 1 u okolnostima kontrole kretanja kapitala; KS: mera bazirana na Kaminsky i Schmukler (2003); Quinn: mera bazirana na Quinn (1997);  $\Delta$ Quinn: promena u meri Quinn; Udeo: proporcija godina u kojima su zemlje liberalizovale kapitalne račune bazirane na binarnoj varijabli od AREAER; SMLD: zvanični datum liberalizacije tržišta akcija; Obim: varijabla zasnovana na trenutnim tokovima/stokovima finansijskih tokova.

Ključni nalazi: NEMA EFEKTA: nema dokaza o značajnom efektu veće finansijske integracije na rast; IZMEŠANI: Dokaz pozitivnog efekta finansijske integracije na rast je zavisn od ostalih ekonomskih karakteristika (na primer, finansijska razvijenost ili humani kapital) ili inače nije robustan (na primer, zavisi od različitih uzoraka zemalja); POZITIVAN: Signifikatno pozitivan efekat veće finansijske integracije na rast.

Dakle, uticaj kriza duga iz 1980-ih ima veću težinu u Rodrikovoj studiji. Duži vremenski razmaci su po svoj prilici pogodniji za proučavanje uticaja međunarodne finansijske integracije na ekonomski rast. U isto vreme, mora se imati na umu da su kapitalni tokovi ka zemljama u razvoju stvarno otpočeli tek u poslednje dve decenije. Neki autori smatraju da liberalizacija kapitalnog računa ima pozitivan uticaj u svim grupama zemalja – napredne, tržišta u nastajanju i druge ekonomije u razvoju; drugi su mišljenja da je uticaj ograničen samo na poslednju grupu.<sup>19</sup>

U svakom slučaju, naše tumačenje ove velike literature zasnovane na agregatnim podacima je da je i dalje teško pronaći robustne dokaze da finansijska integracija sistematski povećava rast, nakon što su druge determinante rasta kontrolisane. Ipak, težina dokaza se naizgled postepeno kreće ka pronalaženju pozitivnih marginalnih efekata na rast, posebno kada se finansijska integracija

<sup>19</sup> Za poslednje, vidi Edwards (2001) i Edison i drugi (2004). Quinn (1997) i Arteta, Eichengreen i Wyplosz (2003) prijavljuju iste rezultate za sve grupe zemalja.

meri pomoću *de facto* ili finijih *de jure* mera, kada se koriste podaci dužih vremenskih perioda, i kada su interakcijski pojmovi odgovorni za uslove podrške (kao na primer dobre politike i institucije) pravilno uključeni u okvir regresije između zemalja. Šire o ovim temama govorićemo kasnije u radu.

Međutim, još jednom bi trebalo napomenuti da endogenost između finansijske integracije i rasta ostaje potencijalno problematično pitanje u studijama koje pronalaze pozitivnu vezu između ove dve varijable. Neki autori su se pokušali suočiti sa ovim problemom koristeći mere finansijske integracije sa docnjom i generalizovane tehnike metode momenata u panel regresijama. Ovaj problem na kraju može biti nekontrolisan u makroekonomskim podacima; posmatranje više pojedinačnih podataka moglo bi biti jedno rešenje. Druga mogućnost, kao što ćemo kasnije raspravljati, jeste da je teško, čak i na konceptijskom nivou, pružati snažne kauzalne izjave o direktnim efektima finansijske globalizacije na rast BDP-a, nezavisno od toga da li se koriste mikro ili makro podaci.

### **Efekti na volatilnost**

Veruje se da je liberalizacija kapitalnog računa odigrala važnu ulogu u podsticanju finansijskih kriza i optužena je od strane nekih posmatrača kao posredan uzrok kriza koje su doživela tržišta u nastajanju poslednjih decenija. No, malo je empirijskih dokaza koji bi podržali stav da sama liberalizacija kapitalnog računa povećava podložnost krizama. Zaista, mnogo je ređa literatura o efektima finansijske integracije na volatilnost (i krize) nego na rast. Dalje istraživanje u ovom području je sasvim opravdano.

### **Krize**

Neki radovi koji su analizirali efekte kontrola kretanja kapitala na podložnost finansijskim krizama su otkrili da su zemlje sa kontrolama kretanja kapitala u stvari podložnije krizama. Ali ovo bi jednostavno moglo da bude zbog "efekta selekcije" – obično su zemlje sa slabim makroekonomskim temeljima one koje postavljaju kontrole kako bi se izolovale od kriza. Glick, Guo i Hutchison (2006) bave se ovim pitanjem – pronalaze da otvorenost kapitalnog računa smanjuje verovatnoću valutnih kriza, čak nakon regulisanja pristrasnosti izbora u smislu kako makroekonomske politike utiču na postojanje kontrola kretanja kapitala.<sup>20</sup> Veza između kapitalnih kontrola i kriza bi takođe mogla da odslikava činjenicu da su neke zemlje u stvari više integrisane u smislu *de facto* mera integracije (nagli odlivi kapitala) i da ih kontrole kapitala zbog toga ne štite od kriza.

Edwards (2005) proučava ovo pitanje koristeći novu meru *de jure* finansijske otvorenosti koja pokušava da obuhvati intenzivnost ograničenosti kapitalnog računa. Autor posmatra dve manifestacije spoljnih kriza – iznenadne prekide

---

<sup>20</sup> Ovi autori koriste binarni indikator otvorenosti kapitalnog računa zasnovan na MMF-ovom AREAER. Preostaje da se vidi da li je ovaj odnos podržan i sa *de facto* merama.

priliva i preokrete kapitalnog računa – i ne pronalazi dokaze da zemlje sa većom mobilnošću kapitala imaju veću tendenciju ka kriznim slučajevima. U pratećem radu, Edwards (2008) zaključuje da nema dokaza da su output troškovi valutnih kriza manji u zemljama koje ograničavaju mobilnost kapitala.

Iako su valutne krize isticane u literaturi o rizicima liberalizacije kapitalnog računa, vredi napomenuti da su bankarske krize odgovorne za oko jednu trećinu finansijskih kriza tokom protekle tri decenije i da je njihova učestalost porasla 1980-ih i 1990-ih. Bankarske krize obično više remete i generalno imaju veće štetne efekte na rast outputa nego valutne krize. Glick i Hutchison (2001) pronalaze malo dokaza da liberalizacija kapitalnog računa sama po sebi utiče na osetljivost na bankarske krize; štaviše, štetni efekti bankarskih kriza su naizgled slabiji u zemljama sa otvorenim kapitalnim računima.<sup>21</sup>

Sve u svemu, malo je formalnih empirijskih dokaza koji bi podržali često citirane tvrdnje kako je finansijska globalizacija sama po sebi odgovorna za bujicu finansijskih kriza koje je svet video u protekle tri decenije.<sup>22</sup> Naravno, kao što ćemo u nastavku detaljnije razmatrati, interakcija između liberalizacije kapitalnog računa i drugih izbora politike (na primer, režimi fiksnih deviznih kurseva koji nisu dobro podržani od strane drugih makroekonomskih politika) bi mogla, pod određenim okolnostima, predstavljati nevolju za jednu ekonomiju u razvoju.

### ***Volatilnost***

Iako epizode kriza izazivaju većinu pažnje one su, međutim, samo posebno oštre manifestacije opštijeg fenomena makroekonomske volatilnosti. Ovde su rezultati manje povoljni – ne postoje dokazi da je finansijska globalizacija obezbedila obećanu korist u smislu poboljšane međunarodne podele rizika i smanjene volatilnosti rasta potrošnje.

Od sredine 1980-ih postojao je dobro dokumentovani trend smanjenja makroekonomske volatilnosti u većini glavnih industrijskih ekonomija, iako su razlozi za taj pad i dalje predmet rasprave. Volatilnost outputa je izgleda takođe imala opadajući trend u ekonomijama tržišta u nastajanju i ekonomijama u razvoju. Međutim, postojeći dokazi zasnovani na radovima koji koriste raznovrsne regresione modele, različite uzorke zemalja i vremenske periode, dovode do zaključka da ne postoji sistematska empirijska veza između finansijske otvorenosti i volatilnosti outputa, što je na neki način, u skladu sa predviđanjima teorije.<sup>23</sup>

Kose, Prasad i Terrones (2003) zapažaju da su, tokom 1990-ih, prosečni padovi volatilnosti rasta outputa bili manji za tržišta u nastajanju nego za industrijske ekonomije, kao i ekonomije u razvoju sa niskim nivoom dohotka. Još važnije,

---

<sup>21</sup> O output troškovima bankarskih kriza, vidi Hutchinson i Noy (2005) i Bonfiglioli i Mendicino (2004).

<sup>22</sup> Ispostavlja se da su dokazi pomenutog gledišta, citirani od strane nekih istaknutih kritičara globalizacije, u stvari o tome kako je liberalizacija domaćeg finansijskog sektora, pre nego finansijska integracija, u nekim slučajevima ubrzavala finansijske krize (vidi fusnotu 5 u Stiglitz, 2004).

<sup>23</sup> Vidi Razin i Rose (1994), Easterly, Islam, i Stiglitz (2001), i Buch, Döpke, i Pierdzioch (2005).

pronalaze da se učešće volatilnosti rasta potrošnje prema volatilnosti rasta dohotka povećalo tokom skorašnjeg perioda globalizacije za ekonomije tržišta u nastajanju (dok je ostao ravan za druge dve grupe). Iznenadujuće je da ne samo da je volatilnost potrošnje porasla (možda zbog kriza kroz koje su neke od ovih ekonomija prošle), već je porasla više od volatilnosti dohotka. To je upečatljiv rezultat jer je potpuno suprotan pretpostavljenoj teorijskoj prednosti finansijske integracije – po kojoj ona zemljama omogućava podelu rizika dohotka i ublažavanje potrošnje.<sup>24</sup>

Ovi autori takođe pronalaze da se relativna volatilnost rasta potrošnje (u odnosu na dohodak) povećava sa stepenom finansijske otvorenosti, ali samo do određenog praga integracije. Na višim nivoima finansijske integracije, čini se da zemlje uživaju prednosti finansijske integracije u smislu poboljšane podele rizika i ublažavanja potrošnje u odnosu na autarkiju. Međutim, većina ekonomija tržišta u nastajanju je ispod ovog praga integracije, ali je iznad njega većina industrijskih ekonomija. Kasnije ćemo imati više da kažemo o važnosti različitih pragova za postizanje koristi od finansijske globalizacije.

Da rezimiramo, makroekonomski dokazi o efektima finansijske integracije na rast i volatilnost ostaju otrežnjavajući, iako postoje neki razlozi za optimizam u novijim radovima. Ali većina dosadašnjih dokaza je zasnovana na regresijama između zemalja koje u isti koš stavljaju različite vrste kapitalnih tokova. Postoji li neki drugi način da se pristupi ovom pitanju?

#### IV. U kom smislu je bitna struktura kapitalnih tokova?

Alternativni put ispitivanja efekata finansijske globalizacije je zasnovan na premedbi da nisu sve vrste tokova kapitala jednake. Kao što smo ranije dokumentovali, tokom vremena je došlo do značajnih promena u strukturi finansijskih tokova. Šta dokazi pokazuju o makroekonomskim efektima različitih vrsta tokova? Empirijska literatura je prilično ubedljiva po pitanju tokova duga koji pogoršavaju odnos koristi-rizik u vezi sa prilivima. Tokovi koji imaju svojstva akcija – to jest SDI i portfolio akcijski tokovi – ne samo da su smatrani stabilnijim i manje sklonim preokretima, već se smatra i da sa sobom nose mnoge indirektno prednosti finansijske globalizacije kao što su transferi menadžerske i tehnološke

---

<sup>24</sup> Brojni nedavni teorijski radovi su pokušali objasniti vezu između finansijske integracije i relativne volatilnosti rasta potrošnje koja ima oblik grbe. Levchenko (2005) i Leblebicioglu (2006) posmatraju dinamičke modele opšte ravnoteže gde samo pojedini agenti imaju pristup međunarodnim finansijskim tržištima. U oba modela, finansijska integracija dovodi do porasta volatilnosti agregatne potrošnje jer agenti, koji imaju pristup međunarodnim finansijskim tržištima, prestaju učestvovati u aranžmanu podele rizika sa onima koji nemaju takav pristup. Bekaert, Harvey, i Lundblad (2005) pronalaze da se volatilnost potrošnje smanjuje nakon liberalizacije tržišta akcija. Kose, Prasad i Terrones (predstoji) pokazuju da su ekonomije tržišta u nastajanju, koje su doživele veliki porast prekograničnih tokova kapitala, osetile male promene u svojoj sposobnosti podele rizika tokom perioda globalizacije.

stručnosti. Kako su se brojni skoriji radovi fokusirali na pokušaj otkrivanja koristi SDI i akcijskih tokova, njihove efekte ćemo prve proučavati.

### Strane direktne investicije

U teoriji postoje snažne pretpostavke da bi SDI trebalo da pružaju veće koristi od drugih vrsta finansijskih tokova jer, pored toga što povećavaju domaće stoke kapitala, imaju i pozitivan uticaj na produktivnost kroz transfere tehnoloških i menadžerskih stručnosti. Tvrdeno je takođe da su SDI manje volatilne od drugih priliva, što zemlje čini manje osetljivim na iznenadne prekide ili preokrete ovih tokova. Međutim, studije koje koriste agregatne podatke nisu bile u mogućnosti da pruže ubedljive dokaze o pozitivnom uticaju SDI na ekonomski rast. Tabela 3b nudi sažetak ključnih studija u ovoj literaturi.<sup>25</sup>

Carkovic i Levine (2005) pružaju sveobuhvatnu analizu efekata SDI na rast; zaključuju da SDI nemaju snažne kauzalne efekte na ekonomski rast. Zanimljivo je da njihovi osnovni rezultati sugerišu pozitivnu vezu između SDI i ekonomskog rasta; ova veza nestaje nakon uvođenja kontrola na trgovinu i domaće finansijske kredite. Dakle, rezultati Carkovic i Levine mogli bi se shvatiti tako da bi ekspanzija tokova SDI praćena porastom trgovine zaista mogla povećati rast.<sup>26</sup>

**Tabela 3b.** Pregled ključnih empirijskih studija u vezi sa stranim direktnim investicijama i rastom

Studija	Broj zemalja/vremenski period	Zavisna varijabla/regresiona metodologija	Mera finansijske otvorenosti	Ključni nalazi
Balasubramanyam, Salisu, i Sapsford (1996)	46 1970-85.	$\Delta Y$ <i>Uporedni presek OLS, IV</i>	FDI/Y	IZMEŠANI: SDI imaju pozitivni uticaj na ekonomski rast u zemljama u kojima su trgovinske politike izvozno orijentisane pre nego uvozno-supstitutivne.
De Mello (1999)	31 1970-90.	$\Delta Y, I, \Delta TFP$ , <i>VARs, kointegracija; godišnji panel FE IV, grupa bez individualnih i vremenskih efekata</i>	FDI	IZMEŠANI: Efekti rasta SDI zavise od stepena komplementarnosti i supstitucije između SDI i domaćih investicija.
Haveman,	74	$\Delta Y_c$	FDI/Y	POZITIVNI: SDI vode ka pove-

<sup>25</sup> Skorašnji pregled ove literature uključuju Lipsey (2004) i Moran, Graham i Blomström (2005).

<sup>26</sup> Slično tome, trebalo bi napomenuti da su Maroko i Venecuela bili relativno zatvoreni za razmenu u periodima korišćenim kao set panel podataka za određenu zemlju u uticajnim studijama Haddad i Harrison (1993), odnosno Aitken i Harrison (1999), od kojih su obe zaključile da SDI imaju minimalne koristi za rast (vidi Moran, Graham, i Blomström, 2005).

Lei, i Netz (2001)	1970-89.	Petogodišnji panel FE		ćanom rastu.
Lensink i Morrissey (2006)	88 1970-98.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS, dekadni panel FE, IV	FDI/Y	IZMEŠANI: SDI imaju pozitivni uticaj na rast, ali su dokazi slabi za zemlje u razvoju. Promenljivi- vost SDI ima negativni efekat na rast.
Hermes i Lensink (2003)	67 1970-95.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS, petogodiš- nji panel FE, RE	FDI/Y	IZMEŠANI: SDI imaju pozitivni uticaj na rast ukoliko je finansij- ski sistem dovoljno razvijen.
Choe (2003)	80 1971-95.	$\Delta Y_c$ petogodišnji panel VAR	FDI/Y	IZMEŠANI: SDI uzrokuju eko- nomski rast prema Grendžeru, i <i>vice versa</i> , ali efekti su više izra- ženi od rasta ka SDI, nego od SDI ka rastu.
Alfaro i drugi (2004)	71 1975-95.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS, IV	FDI/Y	IZMEŠANI: SDI imaju značajan pozitivni efekat na rast u zemlja- ma sa razvijenim finansijskim tržištima.
Carkovic i Levine (2005)	72 1960-95.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS, petogodiš- nji panel dina- mički sistem GMM	FDI/Y	IZMEŠANI: Prilivi SDI ne vrše nezavisni uticaj na ekonomski rast.
Blonigen i Wang (2005)	69 1970-89.	$\Delta Y_c$ 10-godišnji pa- nel RE, bez indi- vidualnih i vre- menskih efekata SUR	FDI/Y	IZMEŠANI: SDI imaju pozitivni uticaj na rast u manje razvijenim zemljama ukoliko su nivoi obra- zovanja dovoljno visoki, ali ne u razvijenim zemljama.
Aykut i Sayek (2005)	37 1990-2002.	$\Delta Y_c$ Uporedni presek OLS IV	FDI/Y	IZMEŠANI: Iako SDI u proizvo- dnom sektoru imaju pozitivni uticaj na rast, SDI u primarnom ili sektoru usluga nemaju značajni uticaj.

Komentar: Videti komentare Tabele 3a.

Moguće je da postoje drugi razlozi zašto se pozitivni efekti SDI ne mo-  
gu lako pronaći u makroekonomskim podacima. Ujedinjavanje podataka iz raz-  
vijenih i zemalja u razvoju bi moglo oslabiti efekte na rast jer je veća verovatno-  
ća da će se SDI koncentrisati u domaćim investicijama zemalja u razvoju. Pozi-



tivni efekti na rast takođe zavise od sektorske strukture SDI i njihove interakcije sa domaćim investicijama. Tokovi u primarni sektor bi mogli imati ograničena korisna preliivanja, jer obično podrazumevaju mega projekte koji retko koriste intermedijarna dobra domaće proizvodnje. SDI u proizvodni sektor, sa druge strane, uglavnom imaju značajan uticaj na rast BDP-a zbog jačih veza između ovog sektora i ostatka ekonomije. Neke studije napominju da SDI povećavaju rast samo u ekonomijama koje imaju prave početne uslove, uključujući visoke nivoje humanog kapitala, razvoj finansijskog sektora, i politike podsticanja slobodne trgovine.<sup>27</sup>

Direktni dokazi o ulozi horizontalnih preliivanja – preliivanja produktivnosti iz stranih u domaće kompanije istog sektora – pri prenošenju pozitivnih uticaja SDI na produktivnost, nejasni su. Osim pitanja kauzalnosti (moguće je da strane kompanije imaju tendenciju ka lociranju u visoko-produktivnim sektorima), studije koje posmatraju horizontalna preliivanja ne uzimaju u obzir mogućnost da inostrane kompanije pokušaju minimizirati tehnološka preliivanja u domaće kompanije istog sektora kako bi zaštitile prednosti specifične za njihovu firmu.

Međutim, inostrane kompanije imaju podsticaje za prenos znanja svojim lokalnim dobavljačima i kupcima, što podrazumeva da bi se preliivanja produktivnosti od SDI mogla odvijati kroz "vertikalne" veze. Ovo je obećavajući smer istraživanja koji je dobio na važnosti u poslednjih nekoliko godina. Na primer, Javorcik (2004) koristi podatke na nivou preduzeća iz Litvanije i poluparametarske metode procene da bi se uzela u obzir simultanost i problemi selekcije uzorka koji utiču na ocene dobijene metodom običnih najmanjih kvadrata. Njeni rezultati sugerišu da, iako postoje pozitivna preliivanja od SDI kroz vertikalne veze, malo je preliivanja kroz horizontalne kanale.<sup>28</sup>

Ukratko, empirijska istraživanja koja imaju više nijansiran pristup, posebno time što uzimaju u obzir ulogu različitih početnih uslova (humani kapital, trgovinska otvorenost), uspešnija su u prikazivanju potencijalnih veza između SDI i rasta. Slično tome, na mikro nivou, ponovna procena kanala kroz koje bi trebalo da se ostvare tehnološka preliivanja od priliva SDI počela je prikazivati pozitivnije dokaze takvih preliivanja.

---

<sup>27</sup> Blonigen i Wang (2005) razmatraju problem sjedinjavanja podataka ali Aykut i Sayek (2005) analiziraju efekte sektorske strukture priliva SDI. Značaj tri početna uslova je prikazan od strane Borensztein, De Gregorio, i Lee (1998), Hermes i Lensink (2003), Alfaro i drugi (2006), odnosno Balasubramanyam, Salisu, i Sapsford (1996). O poslednjem, vidi takođe Melitz (2005).

<sup>28</sup> Lipsey i Sjöholm (2005) obezbeđuju pregled dokaza o preliivanjima SDI. Vidi takođe Görg i Greenaway (2004). Za više dokaza o preliivanjima SDI kroz obrnute veze, vidi López-Córdova (2003), Alfaro i Rodríguez-Clare (2004), i Blalock i Gertler (2005).

## Portfolio akcijski tokovi

Rastuća važnost portfolio akcijskih tokova ka tržištima u nastajanju izazvala je naglo širenje literature koja proučava efekte liberalizacija tržišta akcija na rast, gde većina radova pronalazi značajne pozitivne efekte. Da li bi procenjeni efekti rasta (u makroekonomskim podacima) mogli uključiti i efekte drugih faktora – posebno drugih reformi koje obično prate ovakve liberalizacije – ostaje, po našem mišljenju, otvoreno pitanje. Sa druge strane, tu je sada rastuća masa mikro dokaza (koji koriste podatke na nivou firme i industrije) koji podržavaju makro dokaze o koristima liberalizacija tržišta akcija. Tabela 3c pruža sažetak ključnih radova ove literature.

U uticajnom radu Bekaert, Harvey, i Lundblad (2005; u daljem tekstu BHL) zaključuju da liberalizacije tržišta akcija povećavaju dugoročni rast BDP-a za oko 1 procentni poen, što je izuzetno snažan efekat.<sup>29</sup> Henry (2007) tvrdi da nije moguće objasniti tako snažan efekat na dugoročni rast pomoću standardnih tehnika proračunavanja rasta jer bi to zahtevalo elastičnost autputa u odnosu na kapital od oko 1. Ona navodi da su liberalizacije tržišta akcija često deo većeg programa reformi i da bi te reforme mogle imati pozitivan uticaj na produktivnost, što dovodi do dugoročnijeg povećanja u rastu autputa, što je pak saglasno predviđanjima standardne teorije produktivnosti. Kada BHL pokušaju kontrolisati ostale determinante rasta, uključujući šire liberalizacije kapitalnog računa i trgovine, jačina efekta liberalizacije tržišta akcija na rast slabi. Ali uticaj na rast i dalje ostaje statistički značajan i u rasponu od 0.7 do 0.9, što je još uvek veliki efekat. Nejasno je, međutim, da li su njihovi pokušaji kontrolisanja šire liberalizacije stvarno prikladni za objašnjavanje svih pravnih i institucionalnih reformi neophodnih za produbljivanje tržišta akcija, ili za masivne privatizacije koje su pratile mnoge liberalizacije tržišta akcija. Stoga, i dalje je diskutabilno da li se veliki preostali efekti rasta mogu dodeliti liberalizacijama tržišta akcija ili drugim podržavajućim reformama.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Takođe videti Li (2003). Liberalizacije tržišta akcija se definišu kao događaji koji čine akcije lokalnih firmi raspoloživim za inostrane investitore. Uobičajeno korišćeni datumi izvedeni iz Henry (2000a) i Bekaert i Harvey (2000), uključuju zvanične datume o liberalizaciji i datume “prvog znaka” liberalizacije baziranih na događajima kao što je formiranje državnog fonda ili objavljivanje Američkih Depozitarnih Potvrda (*American Depository Receipt*, ADR). ADR predstavlja hartije od vrednosti kojima se trguje u Sjedinjenim Američkim Državama ali ujedno predstavlja i akcije listirane u inostranstvu.

<sup>30</sup> Skoriya istraživanja takođe pružaju određene dokaze između zemalja o empirijskoj relevantnosti raznih kanala koji povezuju liberalizaciju tržišta akcija sa ekonomskim rastom. Postoje dokazi, u skladu sa predviđanjima međunarodnih modela određivanja cena sredstava, da liberalizacije tržišta akcija smanjuju troškove kapitala i povećavaju rast investicija. Za dokaze o prvom, vidi Stulz (1999a, 1999b), Bekaert i Harvey (2000), Henry (2000a), i Kim i Singal (2000). Za potonje, vidi Henry (2000b) i Alfaro i Hammel (2006).

**Tabela 3c.** Pregled ključnih empirijskih studija u vezi sa liberalizacijom tržišta akcija i rastom

Studija	Broj zemalja/vremenski period	Zavisna varijabla/regresiona metodologija	Mera finansijske otvorenosti	Ključni nalazi
Henry (2000a)	11 1977-94.	$\Delta \ln I$ Godišnji panel FE	SMLD	POZITIVNI: Pozitivni rast realnih privatnih investicija sledeći liberalizaciju tržišta akcija.
Bekaert, Harvey, i Lundblad (2001)	30 1980-97.	$\Delta Y_c$ Petogodišnji panel GMM (preklapajući periodi)	SMLD	POZITIVNI: Pozitivni efekti na rast sledeći liberalizaciju tržišta akcija, viši za zemlje sa iznad prosečnim nivoima obrazovanja.
Li (2003)	95 1975-2000.	$\Delta Y_c, I/Y, \Delta Y_c/\Delta I_c$ Godišnji panel FE, IV	SMLD	POZITIVNI: Pozitivni uticaj otvaranja tržišta akcija na rast zahvaljujući uglavnom kanalu produktivnosti ( $\Delta Y_c/\Delta I_c$ ) u zemljama sa srednjim i visokim nivoom dohotka i zahvaljujući akumulaciji kapitala ( $I/Y$ ) u zemljama sa niskim dohotkom.
Bekaert, Harvey, i Lundblad (2005)	95 1980-1997.	$\Delta Y_c$ Petogodišnji panel bez individualnih i vremenskih efekata OLS; petogodišnji panel (preklapajući periodi) GMM, IV	SMLD	POZITIVNI: Liberalizacija tržišta akcija povećava rast (kontrolisući endogenost politike) sa snažnijim efektima u boljem legalnom i investicionom okruženju i finansijskim razvojem.
Gupta i Yuan (2005)	31 1981-98.	$\Delta \text{IND}$ Godišnji panel dinamički GMM, IV	SMLD	POZITIVNI/IZMEŠANI: Liberalizacija tržišta akcija vodi ka višem rastu realne dodate vrednosti u sektorima zavisnijim od eksternog finansiranja (ali, kontrolisući endogenost liberalizacije, ne u onim sektorima sa većim mogućnostima rasta).
Mitton (2006)	28 1980-2000.	Indikatori na nivou firme, na primer, $\Delta \log(\text{prodaje}), \text{EBIT-DA/ukupna}$	SMLD specifičan za firmu	POZITIVNI: Značajno poboljšanje u performansama prodaje je povezano sa liberalizacijom akcija firmi za strane investitore (kontrolisući mogućnosti rasta).

		sredstva; log(prodaje/za posleni). <i>Godišnji pa- nel FE</i>		
Hammel (2006)	13 1982-95.	$\Delta$ IND <i>Trogodišnji panel FE</i>	SMLD	IZMEŠANI: Realna dodata vrednost u sektorima zavisnijim od eksternog finansiranja raste brže sledeći liberalizaciju tržišta akcija u zemljama sa većim nivoom kapitalizacije tržišta akcija u odnosu na BDP.
Komentar: Videti komentare Tabele 3a.				

S obzirom da je teško razotkriti efekte paketa reformi koje obično prate liberalizacije tržišta akcija, smatramo da su istraživanja koja koriste podatke na nivou industrije i firme bitna za dublje razumevanje njihovih efekata. Ovaj smer empirijskih istraživanja zaista je otkrio ohrabrujuće rezultate. Na primer, Gupta i Yuan (2005) pronalaze da, nakon takvih liberalizacija, industrije koje tehnološki više zavise od spoljnog finansiranja (razlika između investicija i novca generisanog operacijama) doživljavaju veći rast. Takođe su pronašli da liberalizacije imaju veći uticaj na rast industrija suočenih sa boljim mogućnostima rasta (zasnovano na indikatorima globalne tražnje nivoa industrije). Međutim, kada se pretpostavlja da je odluka o liberalizaciji endogena, samo prethodni rezultat opstaje, što sugerise da bi zemlje mogle tempirati odluku o liberalizaciji da se podudara sa visokim rastom u određenim industrijama.

Dokazi zasnovani na podacima na nivou firme potvrđuju da liberalizacije tržišta akcija daju kompanijama tržišta u nastajanju pristup novom kanalu finansiranja, čime se smanjuje trošak kapitala i povećavaju investicione prilike (Chari i Henry, 2004, 2005). Štaviše, strani investitori obično zahtevaju veće standarde upravljanja, što bi moglo imati pozitivan uticaj na profitabilnost, efikasnost, i druge mere operativnih performansi. Mitton (2006) pronalazi da firme sa akcijama otvorenim za strane investitore beleže veće nivoe rasta prodaje, investicija i efikasnosti, a niže odnose leveridža.

Iako dokazi o pozitivnim efektima liberalizacija tržišta akcija izgledaju obećavajuće, postavljaju i zanimljivo pitanje. Zašto se upotrebom sličnih *de jure* mera efekti šire liberalizacije kapitalnog računa na rast čine mnogo slabijim? Kao što je gore pomenuto, jedna od mogućnosti je da se reforme tržišta akcija sprovode tek onda kada vlade smatraju da su svi uslovi podrške na mestu. Ali opet, analize zasnovane na mikro podacima jedinstveno pokazuju da su efekti liberalizacija tržišta akcija koji povećavaju produktivnost veći od efekata potpune liberalizacije kapitalnog računa. Naš zaključak je da liberalizacije tržišta akcija vrše nezavisan uticaj na rast, ali smo skeptični po pitanju da li one same po sebi mogu generisati tako velike efekte na rast kakve su isticali autori poput BHL.

### **Tokovi dugova**

Tokovi dugova koji uključuju portfolio tokove dugova i bankarske zajmove, i dalje su dominantne forme tokova ka ekonomijama u razvoju, iako se njihov relativni značaj smanjio tokom vremena. Prociklična i visoko volatilna priroda ovih tokova, posebno kratkoročnih bankarskih zajmova, može povećati štetne uticaje negativnih šokova na ekonomski rast.

Čak i na konceptualnom nivou, tokovima dugova nedostaju pozitivni atributi poput akcijskih tokova. Oni ne rešavaju određene probleme posredovanja, mogu dovesti do neefikasne alokacije kapitala ukoliko je loš nadzor domaćih banaka, te generisati moralni hazard jer za dug implicitno garantuje vlada (u slučaju korporativnog duga) i/ili međunarodne finansijske institucije (kako za korporativni tako i za javni dug). Otvoreni kapitalni računi pogoršavaju štetne efekte lošeg nadzora finansijskog sektora dozvoljavajući bankama da svoje bilanse stanja izlože valutnom riziku, i omogućavajući im da zauzmu spekulativne, otvorene pozicije u devizama.

Empirijska literatura o finansijskoj globalizaciji je odlučna po pitanju da tokovi dugova generišu najveće rizike finansijske otvorenosti. Konkretno, postoji sistematska empirijska veza između izloženosti kratkoročnom dugu i verovatnoće (i jačine) finansijskih kriza. Jedan od razloga mogao bi biti da su zemlje sa nepovoljnim uslovima primorane da se više oslanjaju na kratkoročni spoljni dug izražen u stranim valutama kao svoj glavni izvor stranog kapitala (Eichengreen, Hausmann, i Panizza, 2006). Međutim, čak i da je verovatnije da će tokovi dugova biti povezani sa manje poželjnim ishodima, ne može se automatski zaključiti da bi zabrana na tokove dugova bila korisna u svim slučajevima. Kapitalno siromašna zemlja koja nema pristupa prilivima akcija ili SDI bi i dalje mogla izvući koristi iz priliva dugova za finansiranje nelikvidnih investicija, iako je moguće da bi se suočila sa većim rizicima. Slično tome, kratkoročni dug bi mogao poslužiti kao koristan instrument obavezivanja ka primeni dobrih makroekonomskih politika, iako bi dug naravno povećao osetljivost na spoljne šokove.<sup>31</sup>

### **Ostali dokazi o efektima različitih vrsta tokova i kontrola kretanja kapitala**

Literatura koju smo do sada saželi predlaže da samo liberalizacije tržišta akcija jasno povećavaju rast u kratkom i srednjem roku. Dokazi da SDI povećavaju rast manje su jasni iako su skorašnji radovi počeli pružati više pozitivnih dokaza. Postoje dve povezane grupe literature koje pomažu da se slika zaokruži. Prva zajednički posmatra efekte različitih tokova u jedinstvenom okviru. Druga anali-

---

<sup>31</sup> Vidi Diamond i Rajan (2001), odnosno Jeanne (2003), o ove dve tačke potencijalnih prednosti tokova duga. Za pregled empirijske literature o rizicima povezanim sa kratkoročnim dugom, vidi Berg, Borenstein, i Pattillo (2004).

zira troškove kontrola kretanja kapitala – ovo predstavlja drugi pristup proučavanju troškova/koristi finansijske integracije.

Brojni autori su pokušali razotkriti efekte različitih vrsta tokova posmatrajući ih kroz jedinstven empirijski okvir. Rezultati su u velikoj meri u skladu sa onima iz radova koji pojedinačno posmatraju svaki od tokova. Na primer, Reisen i Soto (2001) zaključuju da akcijski tokovi i SDI povećavaju rast, za razliku od zvaničnih i tokova portfolio obveznica. Nasuprot tome, Durham (2004) smatra da bi kako SDI, tako i portfolio tokovi (obveznica i akcija), mogli imati pozitivne efekte na rast u zavisnosti od nivoa finansijskog i institucionalnog razvoja jedne zemlje, kao i otvorenosti za trgovinu.

Druga tema koja izranja iz do sada razmotrenih dokaza je da su mnoge prednosti finansijske otvorenosti maskirane u analizama između zemalja koje koriste makroekonomske podatke, dok su vidljivije u pojedinačnim analizama koje koriste mikro podatke. Potonji pristup kao prednost ima sposobnost boljeg obuhvatanja kanala kroz koje kapitalni tokovi utiču na alokaciju kapitala i ukupnu efikasnost. Međutim, čak je i pomoću mikro podataka teško razdvojiti efekte liberalizacije kapitalnog računa od efekata drugih reformi. Ove studije po prirodi obično imaju konstrukciju parcijalne ravnoteže.

Srodna grupa literature koja koristi mikro podatke pokušala je proceniti troškove kontrola kapitala, projekat koji je komplikovan u agregatnim podacima zbog endogenosti, tempiranja i drugih problema. Forbes-ov (2005a) pregled zaključuje da kontrole kretanja kapitala mogu izazvati distorzije u ponašanju firmi (i pojedinaca) jer prilagođavaju svoje ponašanje kako bi izbegli kapitalne kontrole. Štiteći ekonomiju od sila konkurencije, mogle bi takođe smanjiti tržišnu disciplinu. Ukratko, čini se da postojanje kapitalnih kontrola rezultira značajnim troškovima efikasnosti na nivou pojedinačnih firmi ili sektora.<sup>32</sup> Mi ove dokaze smatramo uverljivima, iako se moramo zamisliti nad činjenicom da ova grupa literature većinom koristi *de jure* mere integracije. Olakšavajuća okolnost je da su mnogi od ovih radova zasnovani na podacima iz pojedinačnih zemalja ili malih grupa zemalja, gde postoje razlozi za verovanje da kapitalne kontrole zaista ugrožavaju, iako ovo može prouzrokovati specifične probleme izbora uzorka.

---

<sup>32</sup> Johnson i Mitton (2002) smatraju da kontrole kretanja kapitala smanjuju tržišnu disciplinu između malazijskih firmi i ubrzavaju kronizam. Desai, Foley, i Hines (2004) koriste podatke na nivou firmi kako bi potvrdili da su troškovi kapitala viši za multinacionalne kompanije ukoliko postoje kontrole kretanja kapitala. Na bazi karakteristika investicija multinacionalnih kompanija između zemalja, autori zaključuju da je nivo priliva SDI u zemlju pogoršan u okolnostima kontrole kretanja kapitala. Forbes (2005b) potvrđuje da troškovi kontrole kretanja kapitala uključuju ne samo gubitak efikasnosti i manju disciplinu tržišta, već i redukciju priliva. Magud i Reinhart (2007) diskutuju o težini korišćenja podataka na makro nivou da bi se izmerili troškovi kontrole kretanja kapitala.

## V. Principi organizovanja

Kako bismo spojili različite vrste do sada prikazanih dokaza, uvodimo okvir koji bi mogao pomoći pri pomirenju nekih naizgled protivrečnih rezultata u literaturi, kao i pojasniti zašto empirijski dokazi na različitim nivoima agregiranja dolaze do različitih zaključaka. Ovaj okvir bi mogao pružiti smernice o plodonosnim uputstvima za buduća istraživanja makroekonomskih efekata finansijske globalizacije.

### Kolateralne koristi

Ključna komponenta naše tvrdnje je da koristi finansijske globalizacije za zemlje u razvoju ne predstavljaju samo kapitalni prilivi sami po sebi, već i ono što ide uz njih (vidi Sliku 4). Postoje rastući – iako ne još uvek definitivni – dokazi da finansijska integracija služi kao važan katalizator za brojne indirektno koristi koje imenujemo potencijalnim "kolateralnim koristima". Ove kolateralne koristi bi mogle uključivati razvoj domaćeg finansijskog sektora, poboljšanja u institucijama (šire definisano da obuhvata upravljanje, zakonske odredbe, i tako dalje), bolje makroekonomske politike, i tako dalje. Pomenute kolateralne koristi onda dovode do većeg rasta, obično kroz dobitke u alokativnoj efikasnosti.

Empirijske implikacije ove literature su potencijalno dalekosežne. Sugeriraju se da bi moglo godinama potrajati dok se ne pokaže korisni uticaj finansijske integracije, dok se politike i institucije prilagođavaju.<sup>33</sup> Čak i nakon što se efekti ostvare, moglo bi biti teško da se dokumentuju. Standardne regresije rasta danas već uključuju mere institucionalnog kvaliteta, razvoja finansijskog sektora, kvaliteta makroekonomskih politika, i tako dalje. Ipak, to su možda baš ti kanali kroz koje finansijska integracija generiše koristi za rast, komplikujući time pokušaj da se razotkriju efekti finansijske integracije.

Suština naše tvrdnje je da kolateralne koristi uglavnom utiču na rast kroz totalni faktor produktivnosti (TFP). Konačno, ukoliko će finansijska integracija imati trajniji efekat na rast, to se mora desiti približavanjem ekonomija njihovim granicama proizvodnih mogućnosti, eliminisanjem raznih distorzija i kreiranjem dobitaka efikasnosti, uključujući one u finansijskom posredovanju, tehnološkom prisvajanju, i tako dalje. Ali još uvek je malo empirijskog rada koji istražuje da li finansijska integracija podstiče rast TFP. Ovo nam se čini kao važna dimenzija budućeg istraživačkog programa o makroekonomskim efektima finansijske integracije.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Određeni broj radova eksplicitno tvrdi da su troškovi finansijske globalizacije – uključujući krize – u prirodi rastućih boljki koje će se povući čim ekonomije u procesu globalizacije postignu potpuniju integraciju (Krugman, 2002; Martínez, Tornell, i Westermann, 2004).

<sup>34</sup> Skorija literatura je naglašavala važnost rasta TFP kao glavnog nosioca dugoročnog rasta BDP-a (vidi, na primer, Hall i Jones, 1999; Jones i Olken, 2008; Gourinchas i Jeanne, 2006). Edwards (2001), Bonfiglioli (2006), i Kose, Prasad, i Terrones (2008) su skupili određene preliminarne dokaze koji sugerišu da finansijska integracija povećava rast TFP. Kose, Prasad i Taylor (napred u

## **Pragovi**

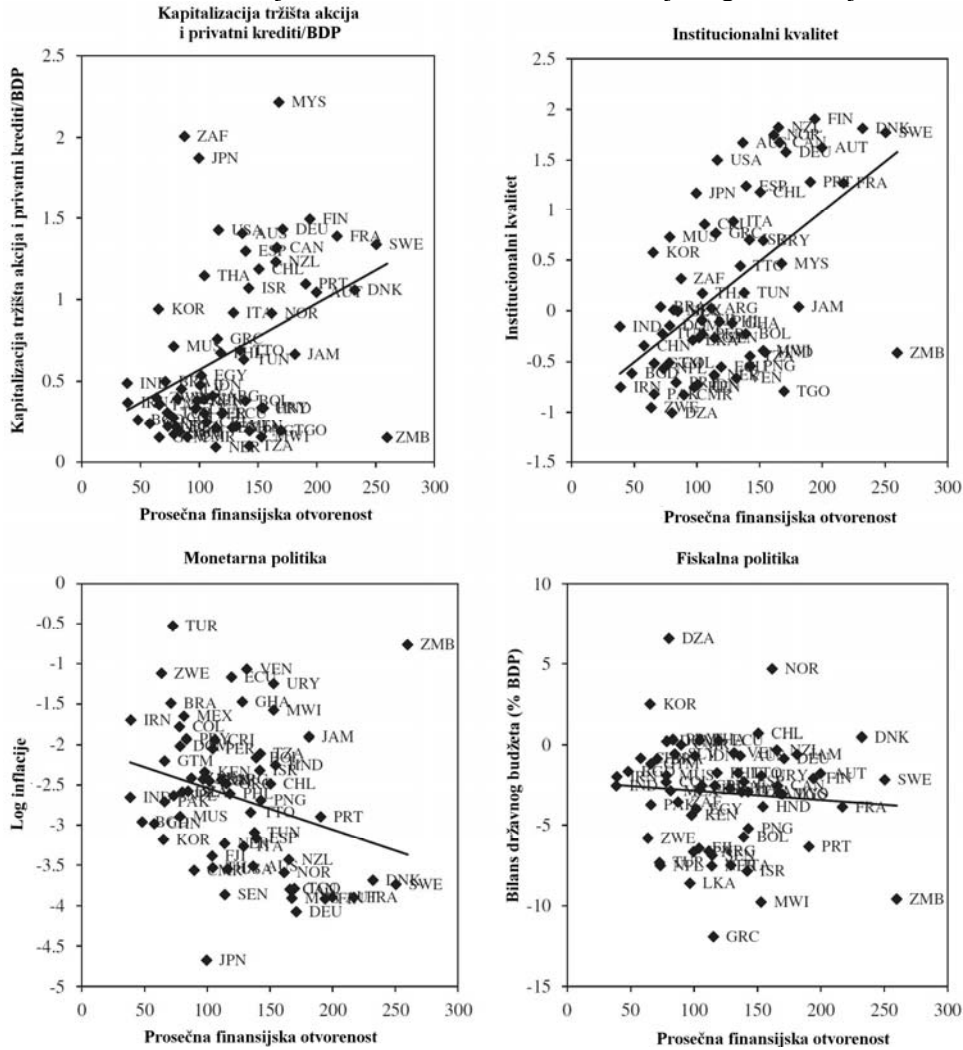
Značajan deo literature se pokušava uhvatiti u koštac sa pitanjem koji početni uslovi su neophodni kako bi se pripremio teren za finansijsku otvorenost da bi se generisale koristi za rast i smanjili rizici (Slika 5). Postoji mnogo dokaza da bi otvaranje kapitalnog računa bez dobro razvijenih i nadziranih finansijskih sektora, dobrih institucija, i zdravih makro politika, moglo štetiti zemlji, čineći strukturu priliva nepovoljnom, i čineći zemlju osetljivom na nagle prekide ili preokrete tokova. Nadalje, izgleda da se proces globalizacije odvija znatno lakše ukoliko trgovinska liberalizacija prethodi finansijskoj integraciji. Dakle, interakcija između finansijske globalizacije i ovog skupa početnih uslova je ta koja određuje ishode rasta i volatilnosti. Ova literatura bi mogla biti važna za razumevanje zašto su makroekonomski dokazi o efektima finansijske integracije na rast prilično pomešani, dok mikroekonomski dokazi nalaze pozitivnije efekte.

---

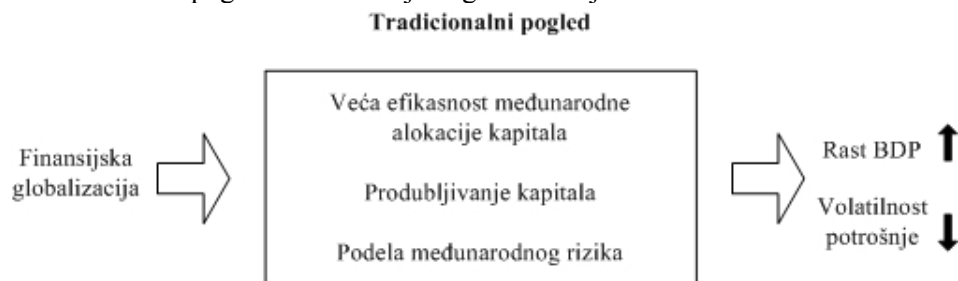
tekstu) pružaju detaljnu analizu različitih faktora praga koji pomažu unapređivanju koristi finansijske integracije za rast.



Slika 4. Potencijalne indirektno koristi od finansijske globalizacije



**Slika 5.** Dva pogleda na finansijsku globalizaciju i makroekonomske ishode



*Tradicionalni pogled fokusira značaj kanala kroz koje kapitalni tokovi mogu direktno povećati rast GDP i redukovati volatilnost potrošnje.*



*Naša perspektiva priznaje relevantnost tradicionalnih kanala, ali tvrdi da uloga finansijske globalizacije, kao katalizatora za određene „kolateralne koristi“, može biti mnogo značajnija u povećanju BDP/TFP rasta i smanjivanju volatilnosti potrošnje.*

Upoređivanje Slika 4 i 5 naglašava duboku tenziju između potencijalnih rizika i koristi finansijske globalizacije. Finansijska globalizacija može predstavljati katalizator za razne druge kolateralne koristi, ali takođe može značajno pogoršati odnos rizika u odnosu na koristi ukoliko su početni uslovi ovih dimenzija neadekvatni. To ne znači da su rizici potpuno eliminisani iznad pragova, niti da je finansijska integracija osuđena na propast pre dostizanja praga. Ali je jasno da se procesom finansijske integracije mora pažljivije upravljati ukoliko nisu postignuti uslovi praga. Nažalost, postojeći radovi su identifikovali samo važnost efekata pragova u određenim dimenzijama. Još uvek je malo radova o relativnoj važnosti različitih pragova i njihovom međusobnom odnosu.

Da li to znači da ne postoji alternativa za zemlju željnu ostvarivanja kolateralnih koristi od finansijske globalizacije, nego da se izloži značajnim rizicima kriza ukoliko još nije dostigla uslove praga? Naše mišljenje je da, iako rizici

ne mogu uvek biti potpuno izbegnuti, postoje načini da se poboljša odnos koristi naspram rizika. Malo je verovatno, međutim, da će postojati jedinstven pristup otvaranju kapitalnog računa koji će biti dobar za sve zemlje. Perspektiva o kolateralnim koristima bi zaista mogla obezbediti način za nastavljjanje sa liberalizacijom kapitalnog računa, koji u obzir uzima okolnosti pojedinačne zemlje (početne uslove), kao i relativne prioritete različitih kolateralnih koristi za tu zemlju.

Sada se okrećemo ka izučavanju dokaza da finansijska globalizacija zaista ima značajne kolateralne koristi. Iako je većina studija uglavnom teorijske prirode, mala ali rastuća empirijska literatura je već postigla određene rane, ohrabrujuće rezultate.

## **VI. Kolateralne koristi finansijske globalizacije**

Prikazujemo dokaze za tri ključna područja u kojima bi trebalo da su važne indirektno koristi – razvoj finansijskog sektora, institucionalni kvalitet, i makroekonomske politike.

Slika 6 prikazuje neke jednostavne bezuslovne korelacije. Tokom skorijeg perioda finansijske globalizacije (1985-2004), finansijska otvorenost je u pozitivnoj korelaciji sa merama finansijskog razvoja i institucionalnog kvaliteta, a u negativnoj korelaciji sa inflacijom u logaritamskom obliku. Međutim, korelacija sa deficitom vladinog budžeta je, u suštini, nula.<sup>35</sup>

### **Razvoj finansijskog sektora**

Izgleda da međunarodni finansijski tokovi služe kao važan katalizator za razvoj domaćeg finansijskog tržišta, što se vidi kako iz neposrednih mera veličine bankarskog sektora i tržišta akcija, tako i iz šireg koncepta razvoja finansijskog tržišta, uključujući nadzor i propise. Veliki deo teorije takođe predlaže da strano vlasništvo nad bankama može, u principu, prouzrokovati niz prednosti (na primer, Levine, 2005; Mishkin, 2008). Kao prvo, učešće inostrane banke može olakšati pristup zemlji ka međunarodnim finansijskim tržištima. Drugo, može poboljšati nadzorne i propisne okvire jedne zemlje. Treće, inostrane banke bi mogle uvesti nove finansijske instrumente i tehnologije, što može povećati konkurenciju i poboljšati kvalitet finansijskih usluga.

Šta empirijski dokazi pokazuju? Rad zasnovan na raznim tehnikama, uključujući studije slučaja zemalja, podržava tvrdnju da povećano prisustvo inostranih banaka podiže konkurenciju i dovodi do smanjenja režijskih troškova i dobiti banaka.<sup>36</sup> Što se tiče tržišta akcija, vladajuća teorijska pretpostavka je da inostrani ulazak povećava efikasnost, a čini se da dokazi podržavaju ovaj kanal. Na primer, primenjujući pristup studije slučaja na podacima 16 tržišta u nastaja-

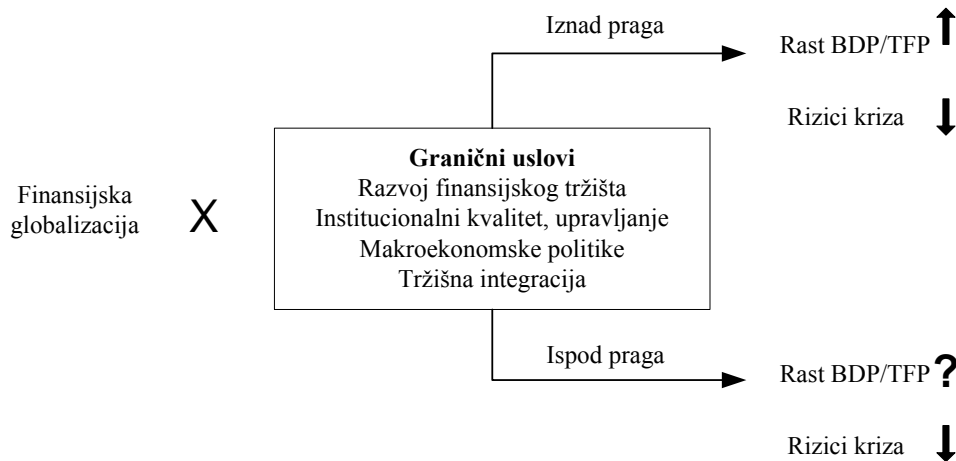
---

<sup>35</sup> Kao sa Slikom 3a, izostavili smo neke zemlje koje su bile značajno izvan uzorka. Uključivanje svih zemalja u našem uzorku ojačalo je ovde prikazane bezuslovne korelacije između zemalja.

<sup>36</sup> Vidi Claessens, Demirgüç-Kunt, i Huizinga (2001), Levine (2001), Claessens i Laeven (2004), Clarke i drugi (2003), i Schmukler (2004).

nju, Levine i Zervos (1998) izveštavaju da tržišta akcija postaju veća i likvidnija nakon liberalizacija tržišta akcija.<sup>37</sup>

**Slika 6.** Uslovi praga: komplikacija



*Finansijska globalizacija vodi ka boljim makroekonomskim rezultatima gde su postavljeni određeni granični uslovi. To generiše duboku tenziju pošto su mnogi granični uslovi takođe na listi kolateralnih koristi.*

Komentar: Finansijska integracija je zasnovana na setu podataka konstruisanim od strane Lane i Milesi-Ferretti (2006). Podaci o finansijskom razvoju su preuzeti iz Beck i Al-Hussainy (2006). Privatni kredit se odnosi na kredit odobren privatnom sektoru od strane depozitnih banaka i kapitalizacije tržišta akcija (*Stock Market Capitalization*) i definiše se kao vrednost listiranih akcija. Institucionalni kvalitet predstavlja prosek sledećih indikatora: mogućnost izražavanja i odgovornost, politička stabilnost, efektivnost vlade, kvalitet regulacija, odredbe zakona, i kontrola korupcije. Monetarni i fiskalni podaci su preuzeti iz Svetskih indikatora razvoja od Svetske banke, Međunarodne finansijske statistike od Međunarodnog monetarnog fonda, i baze Svetskog ekonomskog pregleda. Inflacija je definisana kao godišnja promena indeksa potrošačkih cena (CPI). Ravnoteža budžeta vlade predstavlja razliku između državnih prihoda i rashoda.

Razne studije takođe smatraju da finansijska integracija pomaže ukupnom razvoju finansijskog sektora. Na primer, Klein i Olivei (2006) smatraju da je, u finansijski integrisanim ekonomijama, stepen razvoja domaćeg finansijskog sektora veći nego u zemljama koje održavaju kapitalne kontrole. SDI u finansijski sektor iz zemalja sa dobrim propisima i nadzorom, mogu podržati institucio-

<sup>37</sup> U okviru regresija između zemalja, Chinn i Ito (2006), međutim, otkrivaju jednu moguću opasnost. Finansijska otvorenost doprinosi razvoju tržišta akcija samo onda kada je postignut bar umeren nivo pravnog i institucionalnog razvoja (prepreka koju je prešla većina tržišta u nastajanju); manje razvijene zemlje ne moraju nužno ostvariti ovu korist.

nalni razvoj i upravljanje koji su neophodni za produblјivanje finansijskih tržišta u ekonomijama u nastajanju (Goldberg, 2004).

### **Institucionalni kvalitet i upravljanje**

Opet, u teoriji postoji određen broj potencijalnih kanala putem kojih finansijska globalizacija poboljšava korporativno upravljanje i time smanjuje troškove kapitala (Stulz, 2005). Inostrani investitori bi mogli imati veštine i informacione tehnologije koje im dozvoljavaju da menadžment nadgledaju bolje od lokalnih investitora. Globalizacija takođe slabi određene probleme posredništva smanjujući troškove spoljnog finansiranja, time stvarajući podsticaje poboljšanja upravljanja u kompanijama koje više koriste spoljno finansiranje.

Izgleda da empirijski dokazi o finansijskoj globalizaciji i korporativnom upravljanju, iako još uvek retki, pokazuju da je finansijska globalizacija primorala neke zemlje da prilagode svoje strukture korporativnog upravljanja kao odgovor na zahteve međunarodnih investitora (Cornelius i Kogut, 2003). Morek, Wolfenyon i Yeung (2004) napominju da problemi korporativnog upravljanja u vezi sa koncentracijom vlasništva mogu biti olakšani finansijskom globalizacijom, delom povećavajući očekivanja i zahteve među lokalnim investitorima kroz izloženost boljim standardima upravljanja.

Skoriji radovi su počeli proučavati implikacije finansijske globalizacije za šire javno upravljanje.<sup>38</sup> Postoje dokazi da loše javno upravljanje (mereno jačinom birokratske korupcije ili manjkom transparentnosti vlade) obeshrabruje unutrašnje SDI i portfolio akcijske prilive. No da li je mogućnost većih priliva stvarno dovela do poboljšanja u javnom upravljanju ostaje otvoreno pitanje. Postoje neki dokazi da se kompanije u zemljama sa lošim državnim upravljanjem nalaze na listingu berzi u zemljama sa znatno boljim sudskim sistemom, manjom korupcijom i strožijim zahtevima obelodanjivanja, kao jedan pristup "iznajmljivanju" dobrog javnog upravljanja kako bi se poboljšalo korporativno upravljanje. Ova forma finansijske integracije bi takođe mogla imati efekte preliivanja na domaće kompanije koje vide prednosti boljeg korporativnog upravljanja.

U obzir se uzimaju i razmatranja političke ekonomije, gde finansijska integracija pomaže pri 'prodrmanju' slabih struktura moći koje nekim grupama omogućavaju osujećivanje reformi. Rajan i Zingales (2003), na primer, predlažu teoriju interesne grupe, gde prekogranični trgovinski i finansijski tokovi slabe protivljenje reformama od strane vlasti i olakšavaju razvoj finansijskog sektora. Ovi autori određenu podršku teoriji pronalaze u istorijskim podacima uporednih preseka i vremenskim serijama.

### **Makroekonomske politike**

---

<sup>38</sup> Vidi Gelos i Wei (2005), i Doidge, Karolyi, i Stulz (2005).

Već smo raspravljali kako liberalizacija kapitalnog računa može nametnuti disciplinu na makroekonomske politike jer povećava kako potencijalne troškove vezane za slabe politike, tako i koristi dobrih politika. Upravo zbog toga što liberalizacija kapitalnog računa čini zemlju podložnijom naglim promjenama mišljenja globalnih investitora, može poslužiti i kao signal posvećenosti boljim makroekonomskim politikama.<sup>39</sup> Zaista, čak su se i oni koji su skeptični po pitanju koristi finansijske integracije, kao što je Stiglitz (2000), složili da je ovo najverovatnije jedna od najvažnijih potencijalnih koristi liberalizacije kapitalnog računa. Nažalost, iako su empirijski dokazi sugestivni, ostaju ograničeni.

Tytell i Wei (2004) prikazuju postojeće dokaze i sistematski izučavaju efekat kapitalnih tokova na disciplinovanje monetarnih i fiskalnih politika u jedinstvenom empirijskom okviru. Napominju da se prethodne studije nisu bavile potencijalnim problemom endogenosti – zemlje sa boljim politikama mogle bi primiti više tokova. Tytell i Wei prihvataju strategiju instrumentalnih promenljivih gde instrumentalizuju tokove kapitala za svaku zemlju koristeći meru tokova za susedne zemlje koje se oslanjaju na sličan izvor ali čiji su prilivi kapitala nezavisni od makro politika istražene zemlje. Zaključuju da je verovatnije da će zemlje sa većim nivoima finansijske otvorenosti generisati bolje ishode monetarne politike, u smislu niže inflacije. Zanimljivo je da ne pronalaze korespondirajuće disciplinske efekte finansijske globalizacije za fiskalnu politiku.

### **Implikacije**

Iako se teško može tvrditi da su dokazi koje smo u ovom delu ispitivali odlučujući, oni uporno usmeravaju ka ulozi međunarodne finansijske integracije kao katalizatora za finansijski i institucionalni razvoj u skladu sa našim šematskim prikazom kanala putem kojih finansijska globalizacija utiče na rast. S obzirom na poteškoće koje smo zabeležili u vezi sa tumačenjem dokaza regresija rasta između zemalja, korisno je uvideti da finansijska integracija naizgled funkcioniše kroz neke od indirektnih kanala, posebno imajući u vidu da smo tek oko dve decenije u najskorijem talasu finansijske globalizacije. Pre nego što se okrenemo implikacijama ovakvog rasuđivanja, pregledaćemo literaturu o usko vezanom pitanju: Da li postoji prag institucionalnog i finansijskog razvoja nakon kog koristi koje smo zabeležili počinju definitivno prevazilaziti rizike?

### **VII. Efekti praga na ishode finansijske globalizacije**

Četiri faktora uzajamno deluju sa finansijskom globalizacijom na načine važne za određivanje konačnih makroekonomskih ishoda, a takođe utiču i na kratkoročne odnose. Pokazalo se da je svaki od njih sam po sebi uticao na rast, ali nas

---

<sup>39</sup> Vidi Bartolini i Drazen (1997) i Gourinchas i Jeanne (rad uskoro izlazi).

ovde zanima uže pitanje, kako oni utiču na ishode (u smislu rasta i volatilnosti) finansijske integracije.<sup>40</sup>

### Uticaj finansijskog i institucionalnog razvoja na koristi finansijske integracije

Razvoj finansijskog sektora ne samo da povećava koristi za rast u vezi sa finansijskom globalizacijom, već i smanjuje podložnost krizama. Dobro razvijena domaća finansijska tržišta doprinose efikasnoj alokaciji inostranih finansijskih tokova ka konkurentnim investicionim projektima. Skorija empirijska istraživanja podržavaju stav da razvoj finansijskog sektora pojačava koristi za rast u vezi sa tokovima SDI, gde neki autori smatraju da je prag razvoja finansijskog sektora neophodan kako bi zemlja ostvarila bilo kakve koristi za rast od SDI.<sup>41</sup> Slično tome, BHL smatraju da duboka finansijska tržišta povećavaju koristi za rast od liberalizacija tržišta akcija.

Finansijski razvoj takođe ima pozitivan uticaj na makroekonomsku stabilnost. Nagle promene u smeru kapitalnih tokova često izazivaju ili pogoršavaju cikluse ekspanzije/recesije u zemljama u razvoju kojima nedostaju duboki i adekvatno funkcionišući finansijski sektori (Caballero i Krishnamurthy, 2001; Aghion i Banerjee, 2005). Štaviše, neadekvatne ili loše upravljane liberalizacije finansijskog sektora davale su glavni doprinos krizama koje bi mogle biti povezane sa finansijskom integracijom (Mishkin, 2008). Nakon liberalizacije kapitalnog računa, preterano rizikovanje loše nadziranih domaćih banaka odigralo je glavnu ulogu u pokretanju finansijske krize Meksika 1994. godine, kao i mnogih istočno-azijskih zemalja 1997. godine.

Institucionalni kvalitet ne utiče samo na ishode finansijske integracije, već i na sam nivo *de facto* integracije. Bolje institucije poboljšavaju reakcije rasta na liberalizaciju kapitalnog računa (Klein, 2005). Nadalje, bolji institucionalni kvalitet povećava nivo priliva i takođe pomaže u naganjanju strukture priliva ka SDI i portfolio akcijskim prilivima koji su, kao što je ranije napomenuto, stabilniji i nose više kolateralnih koristi finansijske integracije.<sup>42</sup> Ovo ima važne posledice za volatilnost imajući u vidu da struktura priliva ima snažne moći predviđanja valutnih krahova. U suštini, udeo SDI u kapitalnim prilivima jedne zemlje negativno je povezan sa verovatnoćom valutne krize.

### Zašto makroekonomske politike utiču na ishode finansijske integracije?

Verovatnije je da će liberalizacija kapitalnog računa biti uspešna ukoliko je podržana zdravim fiskalnim, monetarnim i deviznim politikama. Arteta, Eichen-

---

<sup>40</sup> Još jedan efekat praga, o kom je literatura još uvek relativno ograničena, odnosi se na humani kapital. Borensztein, De Gregorio, i Lee (1998) i Blonigen i Wang (2005) smatraju da zemlje koje imaju više humanog kapitala ostvaruju veće koristi rasta od SDI.

<sup>41</sup> Vidi Hermes i Lensink (2003), Alfaro i drugi (2004), i Durham (2004).

<sup>42</sup> Vidi Hines (1995), Faria i Mauro (2005), i Alfaro i drugi (2006).

green, i Wyplosz (2003) prikazuju dokaze efekata pragova u generisanju *pozitivnih* efekata finansijske otvorenosti na rast. Ishii i drugi (2002) podvlače važnost stabilnih makro politika za sprečavanje kriza u zemljama sa otvorenim kapitalnim računima.<sup>43</sup>

Postoje ubedljivi slučajevi u smislu podrške stava da rigidni režimi deviznog kursa mogu učiniti zemlju podložnijom krizama nakon što otvori svoja tržišta kapitala. Može se tvrditi da bi u odsustvu fiksnih kurseva (*de facto* ili *de jure*), većina kriza iz 1990-ih – uključujući Meksiko, Istočnu Aziju, Rusiju i Brazil – možda bila manje zarazna, ili bi se čak u potpunosti mogla izbeći. Međutim, literatura ne implicira da su fiksni devizni kursevi obavezno problem za zemlje u ranim fazama finansijskog razvoja, ili da su neprimereni pre liberalizacije kapitalnog računa.<sup>44</sup> Ono što je jasno je da otvoren kapitalni račun više opterećuje druge politike i strukturalna svojstva ekonomije (na primer, fleksibilnost tržišta proizvoda i rada) kako bi se podržao fiksni devizni kurs.

#### **Da li je nivo trgovinske otvorenosti bitan za efekte finansijske otvorenosti?**

Trgovinska integracija smanjuje verovatnoću kriza u vezi sa naglim prekidima i preokretima tekućeg računa. Ekonomije koje su manje otvorene za trgovinu moraju pretrpeti veće depresijacije realnog deviznog kursa za dato prilagodavanje tekućeg računa, suočiti se sa jačim efektima bilansa stanja proizašlim iz depresijacija, i kao rezultat, najverovatnije neće isplatiti dug. To stvara vezu između verovatnoće naglih prekida i verovatnoće neisplaćivanja duga, što implicira da su otvorenije ekonomije manje podložne finansijskim krizama.<sup>45</sup>

Trgovinska integracija bi takođe mogla smanjiti štetne efekte finansijskih kriza po rast i olakšati oporavke od kriza. Mogla bi pomoći ekonomiji da nastavi sa servisiranjem duga i da se izvuče iz recesije, zato što bi data depresijacija deviznog kursa imala veći uticaj na prihode od izvoza nego u manje otvorenoj ekonomiji.<sup>46</sup> Skorija istraživanja potvrđuju da, među zemljama koje su doživele nagle prekide i preokrete tekućeg računa, one koje su više otvorene za trgovinu trpe manja opadanja rasta.<sup>47</sup> Uopšteno govoreći, trgovinska integracija ima bolji odnos troškova i koristi nego finansijska integracija (Martin i Rey, rad u izlasku). Otuda skorija literatura ima jasnu implikaciju – u skladu sa usvoje-

<sup>43</sup> Austrija i Mađarska, na primer, su uspele izbeći krize nakon što su liberalizovale svoje kapitalne račune zbog toga što su imale prilično stabilne makroekonomske politike. Meksiko i Turska su naišli na poteškoće sredinom 1990-ih nakon liberalizovanja svojih kapitalnih računa jer su prolomirano čvrsto upravljali deviznim kursom uz nejasne postavke politike i rastuće neuravnoteženosti.

<sup>44</sup> Vidi Husain, Mody i Rogoff (2004) i Aghion i drugi (2006). Za raspravu o tome kako režimi fiksnih deviznih kurseva i otvoreni kapitalni računi zajedno čine katastrofu, vidi Obstfeld i Rogoff (1995) i Wyplosz (2004).

<sup>45</sup> Vidi Calvo, Izquierdo, i Mejia (2004) i Frankel i Cavallo (2004).

<sup>46</sup> Calvo i Talvi (2005) tvrde da je to razlog zašto je kolaps kapitalnih tokova u Argentini i Čileu 1990-ih imao manji uticaj na Čile.

<sup>47</sup> Vidi Edwards (2004, 2005), Desai i Mitra (2004), i Guidotti, Sturzenegger, i Villar (2004).



nom mudročću – da bi zemlje u razvoju trebale liberalizovati trgovinu dobara pre trgovine finansijskih sredstava.

### **Da li je bitan stepen finansijske integracije?**

Različit prag je povezan sa samim nivoom finansijske integracije, jer mnoge od pretpostavljenih koristi postaju očigledne tek kada ekonomije dostignu visok nivo integracije. Posebno su industrijske ekonomije, koje su daleko više integrisane u globalna finansijska tržišta, sposobne da koriste međunarodne kapitalne tokove kako bi generisale TFP dobiti i podelile rizik dohotka. Da li to znači da je jedina nada za zemlje u razvoju u pogledu ostvarivanja ove koristi u postizanju sličnih nivoa finansijske integracije, kao i da su usputni rizici neizbežni? Naposljetku, ako kratkoročni troškovi poprime oblik kriza, mogli bi imati istrajne negativne posledice koje umanjuju koristi za dugoročni rast.

Novija literatura u razvoju u vezi sa uticajima globalizacije na vezu između rasta i volatilnosti pruža određenu utehu. Iako makroekonomska volatilnost zaista ima negativan efekat na rast, ova veza je umanjena za otvorenije ekonomije (Kose, Prasad i Terrones, 2005, 2006). To jest, ekonomije koje su više otvorene za trgovinu i finansijske tokove mogu da podnesu veće nivoe volatilnosti – *ceteris paribus* – nego manje otvorene ekonomije, bez štetnog efekta ove volatilnosti na rast. Nadalje, neke od kolateralnih koristi generisanih finansijskom integracijom, uključujući makroekonomsku disciplinu i razvoj finansijskog tržišta, mogle bi takođe smanjiti volatilnost.

## **VIII. Zaključne naznake**

Naša sinteza literature o finansijskoj globalizaciji, iako nudi očuvanu pozitivnu globalnu procenu, upućuje na određene ključne komplikacije tokom tranzicije od niskih ka visokim nivoima finansijske integracije. Za zemlje u razvoju, finansijska globalizacija može da igra ulogu katalizatora u generisanju mnoštva kolateralnih koristi koje povećavaju dugoročni rast i blagostanje.

No sliku komplikuje postojanje uslova praga. Samostalno otvaranje kapitalnog računa u odsustvu ključnih uslova podrške može onemogućiti realizaciju bilo kakvih koristi, a zemlju istovremeno učiniti podložnijom naglim prekidima kapitalnih tokova. Pomenuti uslovi podrške uključuju stabilne makroekonomske politike, kao i dovoljno snažne finansijske i druge institucije, propise i upravljanje. Dakle, nije iznenađujuće što su dokazi o efektima finansijske globalizacije tako pomešani.

Ipak, takođe je pogrešno zaključiti da literatura ne nudi smernice zemljama u razvoju koje teže postizanju većih koristi od finansijske globalizacije. Zemlje širom svih delova spektra institucionalnog kvaliteta mogu biti uspešne u održavanju zdrave fiskalne politike i niske inflacije, kao što je iskustvo tekuće decenije pokazalo. Fleksibilniji sistem deviznog kursa takođe znatno redukuje rizike. Istovremeno, relativno pozitivna iskustva mnogih zemalja sa liberali-

zacijama tržišta akcija sugerišu da će pokušaji pospešivanja finansijske globalizacije pre biti uspešniji kada su praćeni podržavajućim reformama u drugim područjima.

Gde istraživanje može pomoći pri izoštravanju takvih zaključaka o politikama? Pre svega, imperativ je da se proširi istraživački program merenja finansijske otvorenosti. Iako je jasno da su različite zemlje prihvatile značajno različite pristupe finansijskoj globalizaciji, postojeće mere razlika između zemalja su tako sirove, da u mnogim slučajevima dovode do zablude, što često prouzrokuje pogrešne zaključke. Dakle, dodatni rad na konstruisanju mera koje bolje idu uz teorijske pojmove, bio bi izuzetno koristan. Pored toga, razumevanje posebnih kanala kroz koje različite vrste priliva utiču na dinamiku rasta, takođe bi bio važan korak u ocenjivanju njihove relativne koristi.

Naglasili smo da bi buduća istraživanja trebala da se fokusiraju na indirektnu korist finansijske globalizacije koje se konačno izražavaju kroz rast TFP i makroekonomsku stabilnost. Rana istraživanja koja su isticala da finansijska globalizacija može poboljšati akumulaciju fizičkog kapitala u zemljama u razvoju, očigledno nisu bila na mestu. Dakle, mora se više poraditi na pitanju kako zemlje mogu najbolje eksploatirati "potencijalne kolateralne koristi" finansijske globalizacije.

Istraživanje o pomenutim potencijalnim kolateralnim koristima je još uvek u svom začetku, ali vrlo brzo raste. Veze između pojedinih aspekata otvorenih kapitalnih računa (na primer, neograničen ulazak inostranih banaka) i razvoja domaćeg finansijskog sektora opsežno su analizirane, ali su dokazi o drugim indirektnim koristima ograničeni. Uprkos teorijskoj literaturi koja prikazuje vezu između finansijske globalizacije sa jedne strane, te upravljanja (kako javnog, tako i korporativnog) i makroekonomskih politika sa druge strane, empirijska literatura je i dalje oskudna.

Iz ove rasprave se jasno vidi da bi koristi finansijske otvorenosti trebale biti očiglednije u smislu efekata rasta TFP pre nego rasta *per capita* dohotka, jer potonje takođe zavisi od akumulacije fizičkog i humanog kapitala. Empirijski dokazi o tome kako različite vrste tokova utiču na rast produktivnosti trebalo bi da su sastavni deo istraživanja finansijske otvorenosti. Veoma je zavaravajuće zajedno posmatrati liberalizaciju tržišta akcija, strane direktne investicije i kratkoročne tokove kapitala, jer svaki od ovih faktora može imati značajno različite efekte na produktivnost. Još jedan obećavajući put istraživanja je detaljnija analiza efekata praga – posebno relativne važnosti različitih uslova praga i odnosa između istih za zemlju koja želi da otvori svoj kapitalni račun.

Upozoravamo, međutim, da postojeći pristupi sa makro nivoa u cilju testiranja efekata finansijske globalizacije ne pružaju, i možda ne mogu da pruže, konačne odgovore. Posebno je veoma teško dati čvrste izjave o kauzalnim vezama između finansijske integracije i rasta koristeći makroekonomske podatke. Dalja istraživanja temeljena na podacima na nivou firme i industrije, kao i studiji

je događaja i slučaja, mogla bi pružiti korisne potkrepljujuće dokaze, a možda i informativne uvide u kanale putem kojih ovi efekti funkcionišu.

U međuvremenu bi trebali napomenuti da su neke od ekstremnijih diskutabilnih tvrdnji o efektima finansijske globalizacije za zemlje u razvoju, kako za tako i protiv, daleko teže dokazive nego što bi obe strane uopšteno htele priznati.

## APENDIKS PODATAKA

Apendiks prikazuje zemlje uključene u analizu i takođe ukazuje na akronime korišćene za svaku zemlju. Potpun uzorak od 71 zemlje je podeljen u tri grupe.<sup>48</sup>

### **Razvijene ekonomije**

21 razvijena industrijalizovana zemlja u našem uzorku su Australija (AUS), Austrija (AUT), Belgija (BEL), Kanada (CAN), Danska (DNK), Finska (FIN), Francuska (FRA), Nemačka (DEU), Grčka (GRC), Irska (IRL), Italija (ITA), Japan (JPN), Holandija (NLD), Novi Zeland (NZL), Norveška (NOR), Portugalija (PRT), Španija (ESP), Švedska (SWE), Švajcarska (CHE), Velika Britanija (GBR), i Sjedinjene Američke Države (U.S.A.).

### **Ekonomije tržišta u nastajanju**

Ova grupa uključuje 20 zemalja – Argentina (ARG), Brazil (BRA), Čile (CHL), Kina (CHN), Kolumbija (COL), Egipat (EGY), Indija (IND), Indonezija (IDN), Izrael (ISR), Koreja (KOR), Malezija (MYS), Meksiko (MEX), Pakistan (PAK), Peru (PER), Filipini (PHL), Singapur (SGP), Južna Afrika (ZAF), Tajland (THA), Turska (TUR), i Venecuela (VEN).

### **Ostale zemlje u razvoju**

Ova grupa sadrži 30 zemalja – Alžir (DZA), Bangladeš (BGD), Bolivija (BOL), Kamerun (CMR), Kosta Rika (CRI), Dominikanska Republika (DOM), Ekvador (ECU), El Salvador (SLV), Fidži (FJI), Gana (GHA), Gvatemala (GTM), Honduras (HND), Iran (IRN), Jamajka (JAM), Kenija (KEN), Malavi (MWI), Mauricijus (MUS), Nepal (NPL), Nigerija (NER), Papua Nova Gvineja (PNG), Paragvaj (PRY), Senegal (SEN), Šri Lanka (LKA), Tanzanija (TZA), Togo (TGO), Trinidad i Tobago (TTO), Tunis (TUN), Urugvaj (URY), Zambija (ZMB), i Zimbabve (ZWE).

---

<sup>48</sup> Iz razloga reprezentativnosti, isključili smo iz Slika 3a i 6 sledeće zemlje koje su značajno izvan uzorka: Velika Britanija (GBR), Holandija (NLD), Belgija (BEL), Singapur (SGP), Švajcarska (CHE), Irska (IRL), Zambija (ZMB), i Kina (CHN). Uključivanje zemalja koje su značajno izvan uzorka nije promenilo naše kvalitativne nalaze.

LITERATURA

- Acemoglu, Daron, and Fabrizio Zilibotti, 1997, "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 4, pp. 709–51.
- Aghion, Philippe, and Abhijit Banerjee, 2005, *Volatility and Growth: Clarendon Lectures in Economics* (New York, Oxford University Press).
- \_\_\_\_\_, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere, and Kenneth Rogoff, 2006, "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development," NBER Working Paper No. 12117 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Aitken, Brian J., and Ann E. Harrison, 1999, "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp. 605–18.
- Alesina, Alberto, Vittorio Grilli, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 1994, "The Political Economy of Capital Controls," in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge, United Kingdom, Cambridge University Press for the Centre for Economic Policy Research).
- Alfaro, Laura, and Andres Rodriguez-Clare, 2004, "Multinationals and Linkages: An Empirical Investigation," *Economia*, Vol. 4, No. 2, pp. 113–70.
- \_\_\_\_\_, and Eliza Hammel, 2006, "Capital Flows and Capital Goods," (unpublished; Cambridge, Massachusetts, Harvard University Business School).
- \_\_\_\_\_, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Selin Sayek, 2004, "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets," *Journal of International Economics*, Vol. 64, No. 1, pp. 89–112.
- \_\_\_\_\_, 2006, "How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Financial Markets as a Catalyst for Linkages," (unpublished; Cambridge, Massachusetts, Harvard University Business School).
- Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych, 2007, "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions," in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, ed. by Sebastian Edwards (Chicago, University of Chicago Press), pp. 19–68.
- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz, 2003, "When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts?" in *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin*, ed. by Elhanan Helpman and Efraim Sadka (Cambridge, United Kingdom, Cambridge University Press).
- Aykut, Dilek, and Selin Sayek, 2005, "The Role of the Sectoral Composition of Foreign Direct Investment on Growth," (unpublished; Washington, World Bank).

- Bailliu, Jeannine, 2000, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries," Bank of Canada Working Paper 2000–15.
- Balasubramanyam, V.N., Mohammed Salisu, and David Sapsford, 1996, "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries," *Economic Journal*, Vol. 106, No. 434, pp. 92–105.
- Barlevy, Gadi, 2004, "The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 4, pp. 964–90.
- Bartolini, Leonardo, and Allan Drazen, 1997, "Capital-Account Liberalization as a Signal," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 1, pp. 138–54.
- Beck, Thorsten, and Ed Al-Hussainy, 2006, *Financial Structure Dataset* (Washington, World Bank).
- Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey, 2000, "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 565–613.
- \_\_\_\_\_, and Christian Lundblad, 2001, "Emerging Equity Markets and Economic Development," *Journal of Development Economics*, Vol. 66, No. 2, pp. 465–504.
- \_\_\_\_\_, 2005, "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 1, pp. 3–55.
- Berg, Andrew, Eduardo Borensztein, and Catherine Pattillo, 2004, "Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?" IMF Working Paper 04/52 (Washington, International Monetary Fund).
- Bhagwati, Jagdish, 1998, "The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars," *Foreign Affairs*, Vol. 7, No. 3, pp. 7–12.
- Blalock Garrick, and Paul J. Gertler, 2005, "Foreign Direct Investment and Externalities: The Case for Public Intervention," in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington, Institute for International Economics).
- Blonigen, Bruce A., and Miao Grace Wang, 2005, "Inappropriate Pooling of Wealthy and Poor Countries in Empirical FDI Studies," in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington, Institute for International Economics).
- Bonfiglioli, Alessandra, 2006, "Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation," (unpublished; Barcelona, Universitat Pompeu Fabra).
- \_\_\_\_\_, and Caterina Mendicino, 2004, "Financial Liberalization, Banking Crises, and Growth: Assessing the Links," Scandinavian Working Paper in Economics No. 567 (Stockholm School of Economics).
- Bordo, Michael, Alan M. Taylor, and Jeffrey G. Williamson, 2003, *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research).

- Borensztein, Eduardo, Jose' De Gregorio, and Jong-Wha Lee, 1998, "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 45, No. 1, pp. 115–35.
- Bosworth, Barry P., and Susan M. Collins, 1999, "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 143–69.
- Buch, Claudia M., Jorg Do pke, and Christian Pierdzioch, 2005, "Financial Openness and Business Cycle Volatility," *Journal of International Money and Finance* Vol. 24, No. 5, pp. 744–65.
- Bussiere, Matthieu, and Marcel Fratzscher, 2004, "Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?" ECB Working Paper 348 (Frankfurt, European Central Bank).
- Caballero, Ricardo J., and Arvind Krishnamurthy, 2001, "International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48, No. 3, pp. 513–48.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Meji'a, 2004, "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-sheet Effects," NBER Working Paper 10520 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, and Ernesto Talvi, 2005, "Sudden Stop, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile," NBER Working Paper No. 11153 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Carkovic, Maria, and Ross Levine, 2005, "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?" in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington, Institute for International Economics).
- Chanda, Areendam, 2005, "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?" *Journal of Development Economics*, Vol. 77, No. 2, pp. 441–66.
- Chari, Anusha, and Peter Blair Henry, 2004, "Risk Sharing and Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment," *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, pp. 1295–324.
- \_\_\_\_\_, 2005, "Firm-Specific Information and the Efficiency of Investment," University of Michigan Working Paper (Ann Arbor, University of Michigan).
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, No. 1, pp. 163–92.
- Choe, Jong Il, 2003, "Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth?" *Review of Development Economics*, Vol. 7, No. 1, pp. 44–57.

- Claessens, Stijn, Asli Demirgüç-Kunt, and Harry Huizinga, 2001, "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, No. 5, pp. 891–911.
- \_\_\_\_\_, and Luc Laeven, 2004, "What Drives Bank Competition? Some International Evidence," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 36, No. 3, pp. 563–83.
- Clarke, George R.G., and others 2003, "Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies, and Agenda for Further Research," *World Bank Research Observer*, Vol. 18, No. 1, pp. 25–59.
- Collins, Susan M., 2007, "Comments on "Financial Globalization, Growth, and Volatility in Developing Countries", by Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose," in *Globalization and Poverty*, ed. by Ann Harrison (Chicago, University of Chicago Press), pp. 510–16.
- Cornelius, Peter K. and Bruce Kogut, eds., 2003, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy* (New York, Oxford University Press).
- De Mello, Luiz, 1999, "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data," *Oxford Economic Papers*, Vol. 51, No. 1, pp. 133–51.
- Desai, Mihir C., Fritz , and James R. Hines Jr., 2004, "Capital Controls, Liberalizations and Foreign Direct Investment," NBER Working Paper No. 10337 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Desai, Padma, and Pritha Mitra, 2004, "Why Do Some Countries Recover More Readily from Financial Crises?" paper presented at the IMF Conference in honor of Guillermo A. Calvo, International Monetary Fund, Washington, April 15–16.
- Diamond, Douglas, and Raghuram Rajan, 2001, "Banks, Short Term Debt, and Financial Crises: Theory, Policy Implications, and Applications," *Proceedings of Carnegie Rochester Series on Public Policy*, Vol. 54, No. 1, pp. 37–71.
- Doidge, C., Andrew Karolyi, and Rene Stulz, 2005, "Why Do Countries Matter So Much More for Corporate Governance?" Ohio State University Working Paper.
- Durham, J.B., 2004, "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth," *European Economic Review*, Vol. 48, No. 2, pp. 285–306.
- Easterly, William, Roumeen Islam, and Joseph E. Stiglitz, 2001, "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility," in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, ed. by B. Pleskovic and N. Stern (Washington, World Bank).
- Edison, Hali, Ross Levine, Luca Ricci, and Torsten Slik, 2002, "International Financial Integration and Economic Growth," *Journal of International Monetary and Finance*, Vol. 21, No. 6, pp. 749–76.

- \_\_\_\_\_, and Francis E. Warnock, 2003, "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls," *Journal of Empirical Finance*, Vol. 10, No. 1/2, pp. 81–103.
- \_\_\_\_\_, Michael Klein, Luca Ricci, and Torsten Slik, 2004, "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2, pp. 220–56.
- Edwards, Sebastian, 2001, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper No. 8076 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, 2004, "Financial Openness, Sudden Stops, and Current Account Reversals," NBER Working Paper No. 10277 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, 2005, "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals," NBER Working Paper No. 11170 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, 2008, "Financial Openness, Currency Crises and Output Losses," in *Strengthening Global Financial Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Ma'rcio G.P. Garcia (Chicago, University of Chicago Press), pp. 97–120.
- Eichengreen, Barry J., 2001, "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 341–65.
- \_\_\_\_\_, and David A. Leblang, 2003, "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?" NBER Working Paper No. 9427 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza, 2006, "The Pain of Original Sin," in *Other People's Money*, ed. by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (Chicago, University of Chicago Press).
- Faria, Andre , and Paolo Mauro, 2005, "Institutions and the External Capital Structure of Countries," IMF Working Paper 04/236 (Washington, International Monetary Fund).
- Fischer, Stanley, 1998, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance 207* (Princeton, New Jersey, Princeton University).
- Forbes, Kristin, 2005a, "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch," NBER Working Paper No. 11372 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, 2005b, "Capital Controls: Mud in the Wheels of Market Efficiency," *Cato Journal*, Vol. 25, No. 1, pp. 153–66.
- Frankel, Jeffrey, 1992, "Measuring International Capital Mobility: A Review," *American Economic Review*, Vol. 82, No. 2, pp. 197–202.
- \_\_\_\_\_, and Eduardo A. Cavallo, 2004, "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops or Less? Using Gravity to Estab-



- lish Causality,” NBER Working Paper No. 10957 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Gelos R., Gaston, and Shang-Jin Wei, 2005, “Transparency and International Portfolio Holdings,” *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2987–3020.
- Gertler, Mark, and Kenneth Rogoff, 1990, “North-South Lending and Endogenous Domestic Capital Market Inefficiencies,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 26, pp. 245–66.
- Glick, Reuven, and Michael Hutchison, 2001, “Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?” in *Financial Crises in Emerging Markets*, ed. by Reuven Glick, Ramon Moreno, and Mark M. Spiegel (New York, Cambridge University Press).
- \_\_\_\_\_, Xueyan Guo, and Michael Hutchison, 2006, “Currency Crises, Capital Account Liberalization and Selection Bias,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, No. 2, pp. 698–714.
- Goldberg, Linda, 2004, “Financial-Sector Foreign Direct Investment and Host Countries: New and Old Lessons,” NBER Working Paper No. 10441 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Gordon, Roger, and A. Lans Bovenberg, 1996, “Why is Capital so Immobile Internationally? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation,” *American Economic Review*, Vol. 86, No. 5, pp. 1057–75.
- Gorg, Holger, and David Greenaway, 2004, “Much Ado about Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?” *World Bank Research Observer*, Vol. 19, No. 2, pp. 171–97.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2006, “The Elusive Gains from International Financial Integration,” *Review of Economic Studies*, Vol. 73, No. 3, pp. 715–41.
- Grilli, Vittorio, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 1995, “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls,” *IMF Staff Papers*, Vol. 42, No. 3, pp. 517–51.
- Guidotti, Pablo E., Federico Sturzenegger, and Agustin Villar, 2004, “On the Consequences of Sudden Stops,” *Economia*, Vol. 4 (Spring), pp. 171–214.
- Gupta, Nandini, and Kathy Yuan, 2005, “On the Growth Effects of Liberalizations,” Indiana University Working Paper.
- Haddad, Mona, and Ann Harrison, 1993, “Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco,” *Journal of Development Economics*, Vol. 42, No. 1, pp. 51–74.
- Hall, Robert E., and Charles I. Jones, 1999, “Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, pp. 83–116.
- Hammel, Eliza, 2006, “Stock Market Liberalization and Industry Growth,” (unpublished; Cambridge, Massachusetts, Harvard University Business School).

- Haveman, Jon D., Vivian Lei, and Janet S. Netz, 2001, "International Integration and Growth: A Survey and Empirical Investigation," *Review of Development Economics*, Vol. 5, No. 2, pp. 289–311.
- Henry, Peter B., 2000a, "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 529–64.
- \_\_\_\_\_, 2000b, "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1–2, pp. 301–34.
- \_\_\_\_\_, 2007, "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation," *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No. 4, pp. 887–935.
- Hermes, Niels, and Robert Lensink, 2003, "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth," *Journal of Development Studies*, Vol. 40, No. 1, pp. 142–63.
- Hines, James R. Jr., 1995, "Forbidden Payment: Foreign Bribery and American Business After 1977," NBER Working Paper No. 5266 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Husain, Aasim, Ashoka Mody, and Kenneth Rogoff, 2004, "Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Versus Advanced Economies," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, No. 1, pp. 35–64.
- Hutchinson, Michael, and Ilan Noy, 2005, "How Bad Are the Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37, No. 4, pp. 725–52.
- Ishii, Shogo, and others 2002, Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability, IMF Occasional Paper 211 (Washington, International Monetary Fund).
- Javorcik, Beata S., 2004, "Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 3, pp. 605–27.
- Jeanne, Olivier, 2003, "Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency?" IMF Working Paper 03/177 (Washington, International Monetary Fund).
- Johnson, Simon, and Todd Mitton, 2002, "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia," *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, No. 2, pp. 351–82.
- Jones, Benjamin F., and Benjamin A. Olken, 2008, "The Anatomy of Start-Stop Growth," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 90, No. 3, pp. 582–7.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent Sorensen, and Oved Yosha, 2003, "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence," *American Economic Review*, Vol. 93, No. 3, pp. 903–18.
- Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, 2003, "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization," NBER Working Paper 9787 (Cambridge, MA: National Bureau for Economic Research).

- Karolyi, George Andrew, and Rene' M. Stulz, 2003, "Are Assets Priced Locally or Globally?" in *Handbook of the Economics of Finance*, ed. by Milton Harris George and Rene' M. Stulz (Elsevier, North-Holland).
- Kaufmann, Daniel, Kraay Aart, and Mastruzzi Massimo, 2006, "Governance Matters V: Aggregate and Individual Governance Indicators for 1996–2005," Policy Research Working Paper Series 4012 (Washington, World Bank).
- Kim, E. Han, and Vijay Singal, 2000, "Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies," *Journal of Business*, Vol. 73, No. 1, pp. 25–66.
- Klein, Michael, 2005, "Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence," NBER Working Paper No. 11112 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, and Giovanni Olivei, 2006, "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth," Working Paper (unpublished; Boston, Tufts University).
- Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Ashley Taylor, forthcoming, "Thresholds in the Process of International Financial Integration," IMF Working Paper (Washington, International Monetary Fund).
- \_\_\_\_\_, and Marco E. Terrones, 2003, "Financial Integration and Macroeconomic Volatility," IMF Staff Papers, Vol. 50 (Special Issue), pp. 119–42.
- \_\_\_\_\_, 2004, "Volatility and Comovement in an Integrated World Economy: An Exploration," in *Macroeconomic Policies in the World Economy*, ed. by Horst Siebert (Berlin, Springer-Verlag).
- \_\_\_\_\_, 2005, "Growth and Volatility in an Era of Globalization," IMF Staff Papers, Vol. 52 (Special Issue), pp. 31–63.
- \_\_\_\_\_, 2006, "How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility?" *Journal of International Economics*, Vol. 69, No. 1, pp. 176–202.
- \_\_\_\_\_, 2008, "Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?" *IMF Working Paper 08/242* (Washington, International Monetary Fund).
- \_\_\_\_\_, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," NBER Working Paper No. 12484 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Kose, M. Ayhan, Guy Meredith, and Christopher Towe, 2005, "How Has NAFTA Affected the Mexican Economy? Review and Evidence," in *Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America*, ed. by Rolf J. Langhammer and Lucio Vinhas de Souza (Berlin, Springer-Verlag).
- Kraay, Aart, 1998, "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization," (unpublished; Washington, World Bank).
- Krugman, Paul, 2002, "Crises: The Price of Globalization?" paper presented at 2000 Symposium on Global Economic Integration, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations," *Journal of International Economics*, Vol. 55, No. 2, pp. 263–94.
- \_\_\_\_\_, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington, International Monetary Fund).
- Leblebicioglu, Asli, 2006, "Financial Integration, Credit Market Imperfections and Consumption Smoothing," North Carolina State University Working Paper.
- Lensink, Robert, and Oliver Morrissey, 2006, "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility, and the Impact on Growth," *Review of International Economics*, Vol. 14, No. 3, pp. 478–93.
- Levchenko, Andrei, 2005, "Financial Liberalization and Consumption Volatility in Developing Countries," *IMF Staff Papers*, Vol. 52, No. 2, pp. 237–59.
- Levine, Ross, 2001, "International Financial Integration and Economic Growth," *Review of International Economics*, Vol. 9, No. 4, pp. 684–98.
- \_\_\_\_\_, 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence," in *Handbook of Economic Growth*, ed. by Philippe Aghion and Steven Durlauf (Amsterdam, Elsevier Science).
- \_\_\_\_\_, and Sara Zervos, 1998, "Capital Control Liberalization and Stock Market Development," *World Development*, Vol. 26, No. 7, pp. 1169–83.
- Lewis, Karen K., 1999, "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption," *Journal of Economic Literature*, Vol. 37 (June), pp. 571–608.
- Li, Zhen, 2003, "Equity Market Liberalization and Economic Performance," Princeton University Working Paper.
- Lipsey, Robert E., 2004, "Home and Host Country Effects of FDI," in *Challenges to Globalization*, ed. by Robert E. Baldwin and L. Alan Winters (Chicago, University of Chicago Press), pp. 333–79.
- \_\_\_\_\_, and Fredrik Sjöholm, 2005, "The Impact of Inward FDI on Host Countries: Why Such Different Answers?" in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington, Institute for International Economics).
- Lopez-Co'rdova, J. Ernesto, 2003, "NAFTA and Manufacturing Productivity in Mexico," *Economia*, Vol. 4 (Fall), pp. 55–98.
- Lucas, Robert E., 1987, *Models of Business Cycles* (Oxford, Blackwell Publishing Ltd.).
- \_\_\_\_\_, Jr., 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries," *American Economic Review*, Vol. 80, No. 2, pp. 92–6.
- Magud, Nicolas, and Carmen Reinhart, 2007, "Capital Controls: An Evaluation," in *International Capital Flows*, ed. by Sebastian Edwards (Chicago, University of Chicago Press), pp. 645–74.

- Martin, Philippe, and He' le'ne Rey, 2006, "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" *American Economic Review*, Vol. 96, No. 5, pp. 1631–51.
- Martinez, Lorenza, Aaron Tornell, and Frank Westermann, 2004, "The Positive Link Between Financial Liberalization Growth and Crises," NBER Working Paper No. 10293 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Mauro, Paolo, Nathan Sussman, and Yishay Yafeh, 2006, *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870–1913 and Today* (New York, Oxford University Press).
- McKenzie, David J., 2001, "The Impact of Capital Controls on Growth Convergence," *Journal of Economic Development*, Vol. 26, No. 1, pp. 1–24.
- Melitz, Marc J., 2005, "Comment," in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom (Washington, Institute for International Economics).
- Mendoza, Enrique G., Vincenzo Quadrini, and Jose'-Victor Ri'os-Rull, 2007, "On the Welfare Implications of Financial Globalization without Financial Development," NBER Working Paper No. 13412 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- Miniane, Jacques, 2004, "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions," *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2, pp. 276–308.
- Mishkin, Frederic S., 2008, *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich* (Princeton, New Jersey, Princeton University Press).
- Mitton, Todd, 2006, "Stock Market Liberalization and Operating Performances at the Firm Level," *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 3, pp. 625–47.
- Mody, Ashoka, and Antu Panini Murshid, 2005, "Growing Up With Capital Flows," *Journal of International Economics*, Vol. 65, No. 1, pp. 249–66.
- Moran, Theodore H., Edward M. Graham, and Magnus Blomstrom, eds., 2005, *Does Foreign Direct Investment Promote Development?* (Washington, Institute for International Economics).
- Morck, Randall, Daniel Wolfenzon, and Bernard Yeung, 2004, "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth," *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, No. 3, pp. 657–722.
- Obstfeld, Maurice, 1994, "Risk-taking, Global Diversification, and Growth," *American Economic Review*, Vol. 84, No. 5, pp. 1310–29.
- \_\_\_\_\_, and Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 73–96.
- \_\_\_\_\_, 2004, *Foundations of International Macroeconomics* (Cambridge, Massachusetts, MIT Press).

- \_\_\_\_\_, and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (Cambridge, United Kingdom, Cambridge University Press).
- O'Donnell, Barry, 2001, "Financial Openness and Economic Performance," (unpublished; Trinity College Dublin).
- Pallage, Stephane, and Michel A. Robe, 2003, "On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries," *International Economic Review*, Vol. 44, No. 2, pp. 677–98.
- Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, 2003, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper 220 (Washington, International Monetary Fund).
- Prasad, Eswar, and Shang-Jin Wei, 2007, "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations," in *International Capital Flows*, ed. by Sebastian Edwards (Chicago, University of Chicago Press), pp. 421–80.
- Quinn, Dennis, 1997, "The Correlates of Changes in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91 (September), pp. 531–51.
- \_\_\_\_\_, 2003, "Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890–1999: A Synoptic View," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 8, No. 3, pp. 189–204.
- \_\_\_\_\_, and A. Maria Toyoda, 2008, "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?" *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 3, pp. 1403–49.
- \_\_\_\_\_, Carla Inclan, and A. Maria Toyoda, 2001, "How and Where Capital Account Liberalization Leads to Economic Growth," paper presented at the 2001 Annual Meeting of the American Political Science Association, San Francisco.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 2003, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century," *Journal of Financial Economics*, Vol. 69 (July), pp. 5–0.
- Razin, Assaf, and Andrew K. Rose, 1994, "Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis," in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge, United Kingdom, Cambridge University Press).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff, 2004, "Serial Default And The 'Paradox' of Rich To Poor Capital Flows," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 52–8.
- Reisen, Helmut, and Marcelo Soto, 2001, "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?" *International Finance*, Vol. 4, No. 1, pp. 1–4.

- Rodrik, Dani, 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in *Essays in International Finance*, Vol. 207 (Princeton, New Jersey, Princeton University).
- Schmukler, Sergio L., 2004, "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries," *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* (Second Quarter), pp. 39–66.
- Stiglitz, Joseph, 2000, "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability," *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp. 1075–86.
- \_\_\_\_\_, 2002, *Globalization and Its Discontents* (New York, W.W. Norton and Company).
- \_\_\_\_\_, 2004, "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, pp. 57–71.
- Stulz, Rene, 1999a, "International Portfolio Flows and Security Markets," in *International Capital Flows*, NBER Conference Report Series (Chicago and London, University of Chicago Press).
- \_\_\_\_\_, 1999b, "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital," NBER Working Paper No. 7021 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, 2005, "The Limits of Financial Globalization," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 4, pp. 1595–637.
- Summers, Lawrence H., 2000, "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 1–6.
- Tytell, Irina, and Shang-Jin Wei, 2004, "Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?" IMF Working Paper 04/84 (Washington, International Monetary Fund).
- Vanassche, Ellen, 2004, "The Impact of International Financial Integration on Industry Growth," (unpublished; Katholieke Universiteit Leuven).
- Van Wincoop, Eric, 1999, "How Big are Potential Welfare Gains from International Risk Sharing?" *Journal of International Economics*, Vol. 47, No. 1, pp. 109–35.
- Vlachos, Jonas, and Daniel Waldenström, 2005, "International Financial Liberalization and Industry Growth," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 10, No. 3, pp. 263–84.
- Wyplosz, Charles, 2004, "Financial Instability in Emerging Market Countries: Causes and Remedies," paper presented at the Forum on Debt and Development (FONDAD) Conference "Stability, Growth and the Search for a New Development Agenda: Reconsidering the Washington Consensus," Santiago, Chile.

*Prevod: Novica Supić, Emilija Beker Pucar, Sloboda Bijelić*