

2. LIBERALIZACIJA MEĐUNARODNIH FINANCIJSKO-KAPITALNIH TRANSAKCIJA

1. UVOD

Kontrola kapitalnih transakcija ima dugu povijest. Iako se može reći da su danas tržišta kapitala bolje povezana od tržišta roba, upravo se zbog tako visokog stupnja integriranosti ovih tržišta i nadalje više tolerira kontrola financijskih i kapitalnih transakcija, nego kontrola transakcija tekućeg računa platne bilance. Tako i MMF-ov Statut dopušta kontrolu kapitalnih transakcija, a prema njegovom godišnjem izvješću za 1997. godinu (MMF, 1997) od 170 zemalja (ili teritorija) - članica MMF-a, krajem 1996. godine čak je njih 144 koristilo neki oblik ograničenja kapitalnih tokova¹.

U ovom se radu iznose osnovni zaključci na koje upućuje literatura koja obrađuje pojedine aspekte kontrole, odnosno liberalizacije međunarodnih financijskih i kapitalnih transakcija. Razmatraju se preporuke koji proizlaze iz rasprava o koristima i troškovima ograničenja kapitalnih transakcija, ali i iz međuovisnosti politike ograničavanja slobodnih tokova kapitala s drugim mjerama makroekonomske politike. U dijelu rada koji se bavi teorijskim modelima ograničavanja kapitalnih tokova pozornost se poklanja mogućnosti špekulativnih napada na pojedine valute u slučaju kada pri slobodnim tokovima financijskih sredstava monetarne vlasti održavaju fiksni tečaj domaće valute. Glavna je dilema pritom mogu li špekulanti izazvati valutnu krizu bez obzira na

¹ Obujam ograničenja znatno se razlikuje između pojedinih zemalja. Dok neke zemlje imaju propise koji zabranjuju transakcije povezane s odljevom i/ili priljevom kapitala, druge zemlje koriste znatno blaže oblike ograničenja.

makroekonomsku politiku zemlje ili je za to preduvjet neka fundamentalna neravnoteža u ekonomskoj politici. Na kraju se postavlja pitanje jesu li ograničenja kapitalnih tokova uopće učinkovita, odnosno na koje se bitne ekonomske varijable takvom kontrolom može utjecati.

2. KORISTI I TROŠKOVI

Kritičari brze i sveobuhvatne liberalizacije financijsko-kapitalnog računa platne bilance najčešće upućuju na primjere špekulativnih napada na pojedine valute, poput onih na tajlandski baht 1997. godine (koji su uvjetovali njegovu kasniju snažnu devalvaciju), kao i na "efekte zaraze" (eng. contagion effect), koji su se proširili cijelim područjem Južne i Jugoistočne Azije. Na sličan se način val nestabilnosti proširio tijekom 1995. godine Latinskom Amerikom nakon meksičke krize i, donekle, Europom 1993. godine, nakon kriza koje su zahvatile neke zemlje uključene u Europski monetarni sustav. Na temelju takvih primjera zagovornici ograničavanja kapitalnih transakcija sugeriraju da veći stupanj liberaliziranosti financijsko-kapitalnog računa platne bilance prate preveliki rizici u odnosu na koristi. Stoga, prema njima, proces liberalizacije treba vremenski što je moguće dulje odgađati.

Tri su osnovna razloga koji se obično navode u prilog ograničavanja kapitalnih transakcija (Mathieson i Rojas-Suarez, 1993). To su:

- onemogućavanje, odnosno ograničavanje tokova kratkoročnog (špekulativnog) kapitala, koji može uzrokovati nagle promjene tečaja ili deviznih rezervi prisiljavajući pritom vlade da se odreknu postavljenih ciljeva makroekonomske politike (vrlo je teško u konkretnoj situaciji procijeniti kada je kratkoročni kapital zaista potaknut špekulativnim namjerama, a kada je njegovo kretanje reakcija na neke nekonzistentnosti u makroekonomskoj politici);

- osiguravanje da *domaća štednja bude iskorištena za financiranje domaćih investicija*, a ne za kupovinu imovine u inozemstvu; te
- *povećavanje efikasnosti oporezivanja* financijskih aktivnosti, dohotka i imovine.

Pitanjima redoslijeda i brzine ukupne ekonomske liberalizacije, a time i onog njezinog dijela koji je povezan s financijsko-kapitalnim transakcijama, posvećuje se u literaturi više pažnje od kraja 70-ih godina. U tom se smislu razvila i literatura o redoslijedu liberalizacije. Smatra se tako da otvaranje financijsko-kapitalnog računa treba biti posljednja faza u stabilizacijskim programima, odnosno, programima strukturnih reformi. Time se onemogućuje da slobodni tokovi kapitala destabiliziraju napore nosilaca ekonomske politike usmjerene na kontrolu inflacije ili na provođenje reforme vanjsko-trgovinskog sistema. Analizirajući liberalizaciju kao sastavni dio stabilizacijskih programa Frenkel (1983) i Bruno (1988) naglašavaju da prvo treba ukloniti distorzije na domaćem tržištu roba i kapitala i uvesti red u fiskalni sektor, kako bi se smanjilo oslanjanje na inflatorno financiranje. Tek nakon toga treba liberalizirati ekonomske odnose sa inozemstvom i to prvo trgovinu robama, a na kraju i kapitalni račun. Naime, zbog činjenice da se financijska tržišta prilagođavaju mnogo brže od robnih tržišta, prerano otvaranje tog računa može stimulirati priljev kapitala dovodeći do aprecijacije i destabiliziranja programa reformi.

S druge strane, zagovornici brze liberalizacije naglašavaju da su koristi od liberalizacije veće od potencijalnih troškova, pod uvjetom da se zemlje za njih dobro pripreme. To se odnosi na pripremu ekonomske politike, na izgradnju odgovarajućih institucija i, posebno, na financijski sistem koji mora biti prilagođen djelovanju u svijetu liberaliziranih tržišta kapitala. Naime, nezdravi bankarski i financijski sustav je, prema Fischeru (1997, str. 7), upravo pozivnica za makroekonomsku krizu i garancija da će ona biti teška.

Koje su koristi od liberalizacije? Slobodno kretanje kapitala omogućuje, u svjetskim razmjerima, efikasniju alokaciju štednje i pomaže usmjeravanju sredstava u najproduktivnije poduhvate, povećavajući time i ekonomski rast i blagostanje pojedinih gospodarstava. Iz perspektive jedne zemlje koristi se javljaju kako u obliku povećanog potencijalnog obujma sredstava za investiranje, tako i kroz povećane mogućnosti pristupa domaćih rezidenata stranim tržištima kapitala. Liberalizacijom financijskih transakcija unapređuje se efikasnost domaćeg financijskog sistema povećanjem konkurencije. Također se smanjuje financijski rizik za domaće rezidente koji u slučaju slobodnog odvijanja kapitalnih transakcija mogu, u međunarodnim razmjerima, diverzificirati svoje portfelje. Iz perspektive svjetske privrede, liberalizirani financijsko-kapitalni računi unapređuju međunarodnu trgovinu, jer proširuju mogućnosti putem kojih i razvijene i zemlje u razvoju mogu financirati trgovinu, ali i investicije, i time ostvariti više razine dohotka. Na isti način na koji konkurencija na svjetskom tržištu roba potiče izvoznike da unapređuju domaće ili preuzimaju nove strane tehnologije, liberalizacija financijsko-kapitalnog računa utječe na povećanje efikasnosti domaćeg financijskog sustava. Sve razvijene zemlje svijeta imaju danas liberalizirane financijsko-kapitalne račune, pa se liberalizacija može shvatiti i kao dio procesa razvoja, kojem se treba prilagoditi (Fischer, 1997).

Grilli i Milesi-Ferretti (1995) su pokazali da se ograničenja kapitalnih tokova primjenjuju češće u zemljama s niskim dohotkom, velikim udjelom države u ekonomskoj aktivnosti, kao i u zemljama u kojima središnja banka nije nezavisna². Ostale determinante kontrole kapitalnih transakcija obuhvaćaju režim deviznog tečaja, neravnoteže tekućeg računa platne bilance i stupanj otvorenosti privrede. Što se tiče efekta kontrole kapitalnih transakcija, oni zaključuju da su kontrole često povezane s visokim stopama inflacije i niskim realnim kamatnim

² U empirijskoj je analizi korišten uzorak od 61 zemlje, koji uključuje i razvijene i zemlje u razvoju.

stopama. Iako ekonometrijske analize ne potvrđuju robusnu negativnu vezu između kontrole kapitalnih transakcija i ekonomskog rasta, poznato je indirektno djelovanje takvih kontrola kroz brojne druge varijable. Tako, na primjer, postoje brojni dokazi da zemlje u kojima postoji crno tržište deviza (koje je itekako korelirano s kontrolom kapitalnih transakcija) ostvaruju sporiji gospodarski rast³ ili da strane direktne investicije, koje su olakšane u uvjetima liberaliziranih kapitalnih transakcija, imaju vrlo značajan pozitivan utjecaj na rast⁴.

Liberalizirani sistem kapitalnih transakcija pruža, dakle, velike koristi, ali istovremeno kažnjava pogreške ekonomske politike i ponekad uzrokuje neprimjereno jake šokove. Međunarodni tokovi kapitala izuzetno su osjetljivi na način vođenja makroekonomske politike u pojedinim zemljama, posebno na "zdravlje" financijskog sustava, ali isto tako i na nepredviđene ekonomske ili političke događaje. Problem je još izraženiji zbog toga što tržišta često reagiraju relativno kasno u odnosu na trenutak kada se problemi pojave, ali kada reagiraju, čine to brzo i toliko snažno da se reakcije proširuju i izvan zemlje gdje kriza započinje.

Što se može učiniti da bi se izbjegle nagle promjene tokova kapitala i ojačala struktura privreda, te tako minimizirala njihova osjetljivost na nagle promjene na tržištima? Literatura upućuje na nekoliko osnovnih preporuka⁵:

- *voditi "zdravu" makroekonomsku politiku* (tj. politiku koja promovira rast uz nisku inflaciju, nizak proračunski deficit, te uz održiv deficit tekućeg računa platne bilance financiran dugoročnim kapitalom);

³ Vidjeti, na primjer, u Levine i Zervos (1993).

⁴ Vidjeti, na primjer, u Borensztein, De Gregorio i Lee (1994).

⁵ Vidjeti, na primjer, u Mathieson i Rojas-Suarez (1993) i Fischer (1997).

- ojačati domaći finansijski sustav (minimizirati razlike u uvjetima na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu)⁶; i
- provesti liberalizaciju finansijsko-kapitalnog računa platne bilance postupno (ako je kontrola i nužna u određenoj fazi, smatra se da će biti manje štetna, ako je zasnovana na tržišnim principima, a ne na kvantitativnim ograničenjima).

U vezi s liberalizacijom kapitalnih transakcija u posljednje se vrijeme pažnja posvećuje i nekim dodatnim elementima poput potrebe izgradnje sistema nadzora (eng. surveillance) i nužnosti pružanja informacija tržištu. Pretpostavlja se da bolje informirana tržišta donose ispravnije odluke, pa se analiziraju efekti objavljivanja informacija o određenim intervencijama, uključujući i informacije o budućim operacijama centralne banke, što bi trebalo utjecati na veličinu i prirodu tržišnih reakcija. U posljednje vrijeme pažnja se posvećuje i pitanju moralnog hazarda povezanog s potencijalnom potrebom pojedinih zemalja za dodatnim financiranjem. Očekuje se, naime, da će u budućnosti biti manje kriza koje će zahtijevati finansijsku potporu međunarodnih finansijskih institucija, ali se istovremeno predviđa da će potrebna finansijska potpora, kada se krize pojave, biti veća nego ranije⁷. Spremnost MMF-a i drugih međunarodnih finansijskih institucija na odobravanje zajmova zemljama koje su zapale u probleme predstavlja u svojoj biti - moralni hazard - zbog toga što je privatni sektor spreman kreditirati pojedine zemlju čak i uz očito povećani rizik, znajući da će one, ako zapadnu u probleme dobiti pomoć (Calvo, Leiderman i Reinhart, 1996; Fischer, 1997).

⁶ O problemu redosljeda reforme finansijskog sistema i otvaranja finansijsko-kapitalnog računa vidjeti u Johnston (1994).

⁷ Nedavni primjeri Meksika, Tajlanda, Indonezije, Južne Koreje i Brazila to potvrđuju.

3. PREGLED TEORIJSKIH MODELA O KONTROLI MEĐUNARODNIH FINACIJSKO-KAPITALNIH TRANSAKCIJA

U modelu savršene konkurencije, korist po blagostanje, koju pruža trgovina na svjetskim finansijskim tržištima, identična je koristi koju po blagostanje ima međunarodna trgovina roba i usluga⁸. Drugim riječima, osnovni je zaključak ekonomike blagostanja da će potpuno slobodno kretanje kapitala alocirati resurse u najproduktivnije poduhvate i omogućiti rezidentima različitih zemalja da unaprijede blagostanje diverzifikacijom svog portfelja.

Ekonomski teorija sugerira, međutim, da postoje i izuzeci od tog pravila i to u onim slučajevima u kojima već postojeće distorzije u ekonomskom sistemu narušavaju pretpostavke koje su nužne za "prvo-najbolje" rješenje. Zbog toga je tako mnogo pažnje u literaturi i posvećeno tzv. "drugim-najboljim" rješenjima. Pritom je osnovna ideja koja se provlači kroz literaturu vrlo jednostavna: ako je u gospodarstvu prisutna jedna distorzija, moguće je unaprijediti razinu blagostanja razboritim uvođenjem još jedne distorzije. Radi se, dakle, o teorijskim modelima, u kojima nosioci ekonomske politike interveniraju u međunarodne tokove kapitala, unapređujući na taj način blagostanje. S obzirom da je praktično moguće postojanje neograničenog broja distorzija, postoji i gotovo neograničen broj "drugih-najboljih" režima kontrole kapitala koji unapređuju blagostanje.

Pregled teorijskih modela može se pojednostaviti njihovom podjelom u nekoliko osnovnih grupa, koje upućuju na pravce kojima su se modeli razvijali, ali i na implikacije koje oni imaju za kontrolu kapitalnih transakcija. Tako Dooley (1996) klasificira modele prema razlozima koji se u njima koriste da bi se opravdala kontrola kapitalnih transakcija na:

⁸ Helpman (1981) je pokazao da je ovaj zaključak neovisan o politici deviznog tečaja.

- *modele "drugih-najboljih" rješenja*, koji povezuju kontrolu kapitalnih tokova s naporima fiskalne i monetarne politike da se stabilizira gospodarstvo;
- *ostale modele "drugih-najboljih" rješenja* - radi se o modelima gdje druge vrste distorzija, a ne one povezane sa stabilizacijskom politikom uvjetuju da kontrola kapitalnih tokova postane optimalnim izborom - ovdje se kontrola opravdava kao sredstvo osiguravanja porezne osnovice u optimalnom fiskalnom režimu, kao sredstvo zaštite protiv priljeva kratkoročnog kapitala, u borbi protiv distorzija koje ograničavaju domaću akumulaciju kapitala i tome slično; i
- *modele "višestruke ravnoteže"* - u ovim modelima moguće je postojanje višestruke ravnoteže i stoga je kontrola kapitalnih transakcija poželjna kao sredstvo održavanja ravnoteže ili prijelaza iz niže u višu točku ravnoteže.

U modelima koji povezuju kontrolu kapitalnih tokova s naporima fiskalne i monetarne politike da se stabilizira gospodarstvo implicitna je pretpostavka da vlade imaju dobar razlog za kontrolu mobilnosti kapitala i da to čine u cilju konačnog unapređenja blagostanja. Standardni okvir za vrednovanje implikacija mobilnosti kapitala, kao i efekta ograničavanja te mobilnosti, u ovom je slučaju Mundell-Flemingov model male, otvorene privrede. Ovaj se model, razvijen ranih 60-ih godina, potvrđuje kao prikladan teoretski okvir s obzirom da su implikacije jednostavnih verzija Mundell-Flemingovog modela u odnosu na mobilnost kapitala ostale otporne, kako na novije teoretske doprinose, tako i na rezultate empirijskih istraživanja (Branson, 1993; Dooley, 1996).

Modeli koji su razvijeni početkom 70-tih godina u tradiciji Mundell-Flemingovog modela bili su usmjereni na režime dvostrukog deviznog tečaja (tada popularne oblike ograničenja kapitalnih tokova), a obuhvaćaju radove poput Argy i Porter (1972), Fleming (1974) i Lanyi (1975). Ovi modeli pokazuju da je efikasna podjela između

financijsko-kapitalnih i tekućih transakcija, pri čemu nema službenih intervencija u formiranju tečaja za financijsko-kapitalnih transakcije, ali su one prisutne za tekuće transakcije, jednaka zabrani neto privatnih tokova kapitala. Autori sugeriraju da takav oblik kontrole kapitalnih transakcija može biti tek djelomično efikasan. Glavna distorzija koja se javlja u ovim modelima je polagano prilagođivanje, odnosno rigidnost nominalnih plaća i cijena. Stoga, ako se uvede pretpostavka fleksibilnih nominalnih plaća i cijena, eliminira se automatski i distorzija, a time i opravdanje za uvođenje kontrole kapitalnih tokova.

Ako postoji međunarodna mobilnost kapitala, a nominalni devizni tečaj u jednom gospodarstvu je fiksiran ili se na njega u znatnoj mjeri utječe intervencijama, vlada gubi kontrolu nad monetarnim kretanjima u domaćoj privredi. Nasuprot tome, fiskalna politika je snažno sredstvo za stabiliziranje domaće proizvodnje, čak i u slučaju kada su tržišta kapitala u značajnoj mjeri integrirana. Ako je, kao što se pretpostavlja u Mundell-Flemingovom modelu, politika stabilizacije poželjna za blagostanje, povećana mobilnost kapitala koja se ostvaruje smanjenjem kontrole kapitalnih transakcija, trebala bi biti praćena odgovarajućim potezima fiskalne politike. Branson (1993) sugerira da postojanje kontrole kapitalnih tokova implicira da je vlada suočena s ograničenjima u izvršenju fiskalne politike usmjerene prema stabilizaciji. Iz toga proizlazi, da uklanjanje kontrole kapitala ne bi bilo optimalno prije nego što se eliminiraju ograničenja efikasnoj upotrebi instrumenata fiskalne politike.

Ostali modeli "drugih-najboljih" rješenja usmjereni su na međudnos kontrole kapitalnih transakcija i nekih drugih distorzija koje mogu opravdavati uvođenje restrikcija, a ne bave se stabilizacijskom politikom u kratkom roku. Često se pritom pretpostavlja da u sistemu postoji distorzija vezana uz neku relativnu cijenu, pa je to osnova za preporuku uvođenja kontrole kapitala kao "drugog-najboljeg" rješenja. Kontrola se tako opravdava kao sredstvo osiguravanja porezne osnovice u optimalnom fiskalnom režimu, kao sredstvo zaštite protiv priljeva kratkoročnog kapitala, u borbi protiv distorzija koje ograničavaju domaću akumulaciju kapitala i tome slično.

Jedan od modela koji pripadaju ovoj grupi je i model Edwardsa i Van Wijnbergena (1986) u kojem se analiziraju procesi ekonomske liberalizacije i redosljeda koraka unutar nje kroz efekte dva različita scenarija: prvog, u kojem se liberaliziraju kapitalne transakcije uz postojanje trgovinskih restrikcija i drugog, u kojem dolazi do postupne liberalizacije trgovinskih tokova uz primjenu kapitalnih restrikcija. Autori pokazuju da su kod scenarija postupne liberalizacije trgovine roba i usluga (uz ograničenje kapitalnih transakcija) učinci na blagostanje veći, što upućuje na zaključak da prednost treba dati liberalizaciji trgovinskih transakcija (i to postupnoj).

Modelima špekulativnih napada na valute pokušava se objasniti logika valutnih kriza. Ona se sastoji u tome da investitori napuštaju pojedine valute, jer vjeruju da će devalvirati, pa je stoga pritisak na valute rezultat gubitka njihova povjerenja. Tradicionalni modeli špekulativnih napada na valute (tzv. modeli "prve generacije") razvijeni su krajem 70-ih i početkom 80-ih godina⁹, dok su modeli tzv. "druge generacije", postali popularni nakon napada na europske valute 1992-93. Pokazalo se, naime, da modeli "prve generacije" tada nisu pružali realnu sliku ciljeva, a ni ograničenja s kojima su se susretale središnje banke. Modeli "druge generacije" pokušali su odgovoriti na pitanje, jesu li valutne krize uvijek opravdane, odnosno da li do napada na pojedine valute uvijek dolazi zbog toga što tržišta, ispravno ili pogrešno, uočavaju neke nekonzistentnosti u ekonomskoj politici. Druga je mogućnost da do valutnih kriza dođe i u zemljama u kojima su makroekonomski uvjeti zadovoljavajući, pa krize arbitrarno izazivaju neki drugi faktori (krize "samoispunjavajućih špekulacija", "ponašanje krda", krize koje izazivaju veliki investitori, krize kao rezultat "efekta zaraze" i tome slično).

⁹ Iako se smatra - vidjeti, na primjer, Dooley (1996) - da su modeli špekulativnih napada na valute tzv. "prve generacije" sastavni dio grupe modela koji povezuju kontrolu kapitalnih tokova s naporima fiskalne i monetarne politike da se stabilizira gospodarstvo, zbog bolje preglednosti ovdje ih razmatramo zajedno s ostalim modelima špekulativnih napada na valute.

Modeli špekulativnih napada "prve generacije"¹⁰ koji su nastali prije dvadesetak godina, razvili su se na temelju nešto ranijih teoretskih radova koji su se odnosili na tržišta roba za koja postoje konačne zalihe. Naime, u okviru tada popularne ideje novog međunarodnog ekonomskog poretka, zagovarala se inicijativa formiranja međunarodne agencije koja će se baviti kupnjom i prodajom takvih roba. S. Salant je pokazao da bi takav sistem, kojim se željelo stabilizirati cijene nekih roba (posebno zlata) na svjetskom tržištu bio predmetom čestih špekulativnih napada, pri čemu bi se zalihe roba brzo iscrpile¹¹. Uskoro su istraživači istu logiku pokušali primijeniti, umjesto na međunarodne agencije koje nastoje stabilizirati cijene roba, na središnje banke koje nastoje stabilizirati tečaj s ograničenim deviznim rezervama.

U modelima "prve generacije", čiji su najznačajniji autori Krugman (1979), Flood i Garber (1984), Obstfeld (1984), Dornbusch (1987) i Calvo (1987), neodrživost nekonzistentne ekonomske politike sastoji se u monetiziranju proračunskog deficita pri čemu središnja banka nastoji održati fiksni devizni tečaj koristeći svoje ograničene devizne rezerve. Logika valutne krize se u takvim modelima razvija zbog toga, što investitori očekuju da se takva situacija ne može održati u duljem roku. Oni predviđaju da će se devizne rezerve centralne banke u određenom vremenu iscrpiti i da će valuta devalvirati. Da bi to preduhitri, investitori prodaju domaću valutu prije iscrpljivanja deviznih rezervi, potičući njihovo dodatno smanjenje, što povratno ponovno potiče daljnje prodaje. Kada se devizne rezerve konačno smanje na neku kritičnu razinu dolazi do iznenadnog špekulativnog napada, koji u kratkom vremenu potpuno iscrpljuje devizne rezerve, pa središnja banka mora napustiti fiksni tečaj. Dakle, u ovoj grupi modela, špekulativni napad na valutu je rezultat nekonzistentne makroekonomske politike, koja se

¹⁰ O modelima "prve generacije" detaljnije vidjeti u Calvo i Guidotti (1991) i Agenor, Bhandari i Flood (1992).

¹¹ Vidjeti detaljnije u Krugman (1997).

ogleda u monetiziranju proračunskog deficita uz održavanje fiksnog tečaja. Takva se politika može održavati sve dok središnja banka ima dovoljno velike devizne rezerve. Implikacije ovih modela za kontrolu kapitalnih transakcija su da kontrole kapitalni tokova mogu određeno vrijeme produžiti život takvog nekonzistentnog sistema.

Ovaj tip modela početkom 90-ih godina više nije bio u stanju dobro opisati realne situacije u kojima je dolazilo do valutnih kriza, pa su se stoga razvili modeli tzv. "druge generacije". Teško je, naime, zamislivo da bi nosioci ekonomske politike u realnom svijetu uporno nastavljali štampati novac kako bi pokrili proračunski deficit, a da pritom centralna banka slijepo nastavlja prodavati devize održavajući fiksni tečaj. U stvarnom svijetu opcije koje se pružaju ekonomskoj politici znatno su veće, a modeli "prve generacije" nisu ih bili u mogućnosti uzeti ih u obzir. Uostalom treba reći da su problemi monetiziranja fiskalnih deficita danas u svijetu ipak, manje-više, prevladani. Osim toga, u 90-ima, kada zemlje imaju pristup svjetskim financijskim tržištima, sama razina deviznih rezervi ne zabrinjava toliko nosioce ekonomske politike, kao u 70-im godinama. Mnogo su više, na primjer, zabrinuti zbog efekta rastućih kamatnih stopa ili nezaposlenosti.

Modeli špekulativnih napada na valute tzv. "druge generacije" (čiji je najznačajniji autor Obstfeld, 1986; 1995), zahtijevaju tri ključna elementa. Mora postojati razlog zbog kojeg vlada želi odustati od održavanja fiksnog deviznog tečaja; drugo, mora postojati razlog zbog kojeg vlada želi braniti fiksni tečaj, što stvara tenziju između ta dva zahtjeva i konačno, treće: trošak branjenja fiksnog tečaja mora porasti, kada se očekuje da bi fiksni tečaj mogao biti napušten.

Razlozi zbog kojih vlada želi odustati od obrane tečaja mogu biti različiti. Obstfeld (1995) tako pretpostavlja visoki javni dug denominiran u domaćoj valuti kao jedan od poticaja nosiocima ekonomske politike da napuste branjenje fiksnog tečaja (smatra se da je to bio razlog za pokretanje valutne krize u Francuskoj 20-ih godina). Razlog za

napuštanje fiksnog tečaja u zemlji visoke nezaposlenosti s rigidnim nominalnim plaćama može biti želja nosilaca ekonomske politike za ekspanzivnijom monetarnom politikom (što odgovara slučaju Velike Britanije pri napuštanju Europskog monetarnog sustava 1992. godine).

S druge strane, bez obzira na postojanje razloga za devalvaciju, nosioci ekonomske politike mogu odlučiti braniti fiksni tečaj, jer smatraju da je on blagotvorniji za međunarodnu razmjenu i investicije ili se može raditi o zemlji koja ima dugu povijest inflacije, pa se fiksni tečaj smatra garancijom kredibiliteta njezine ekonomske politike.

Konačno, zašto bi u takvim uvjetima gubitak povjerenja javnosti u održavanje fiksnog tečaja sam po sebi uvjetovao da branjenje tečaja zaista postane skuplje, što je neophodan treći element da se pokrene valutna kriza u ovom tipu modela? Obstfeld (1995) smatra da će postati skuplje braniti tečaj, ako je javnost u prošlosti očekivala da će u sadašnjem vremenu doći do napuštanja fiksnog tečaja (na primjer, možda su u očekivanju devalvacije, kamatne stope u prošlosti toliko porasle, da je sasvim jasno da država neće moći otplaćivati svoj javni dug; ili su možda sindikati, očekujući devalvaciju, uspjeli osigurati tako visoke plaće u prošlosti, da je postalo jasno kako je privreda nekonkurentna uz postojeći tečaj). U jednoj modifikaciji ove grupe modela "druge generacije" (koju Krugman (1997) smatra bližom realnom svijetu) pretpostavlja se da trošak branjenja tečaja raste, ako javnost u sadašnjem vremenu smatra da će do devalvacije doći u budućnosti. Bez obzira na taj vremenski horizont, uzimajući sva tri spomenuta elementa ovih modela u obzir, lako je opisati logiku špekulativnih napada, koja se bitno ne razlikuje od one opisane kod modela "prve generacije".

Pretpostavimo situaciju u kojoj se odnos koristi i troška održavanja fiksnog tečaja pogoršava, i u kojoj je vrlo vjerojatno da će do devalvacije valute doći i bez špekulativnog napada. U tom je slučaju sigurno da će špekulanti nastojati da pobjegnu iz dotične valute prije devalvacije, čime će još pogoršati situaciju u kojoj se nalaze nosioci ekonomske politike,

što će dovesti do devalvacije ranije nego u slučaju da do špekulativnog napada nije došlo. Naravno, oni "pametniji" će se pokušati izvući još ranije, pa će tako konačno doći do valutne krize koja će uvjetovati napuštanje fiksnog tečaja znatno ranije nego što bi na to upućivali neki fundamentalni faktori dotičnog gospodarstva. Dapače, uzimajući u obzir pretpostavku da će do napuštanja tečaja doći u budućnosti, kao i pretpostavku savršeno informiranih investitora, do špekulativnog napada na valutu dolazi u najranijem trenutku u kojem takav napad može biti uspješan (Krugman, 1997).

Kao i kod modela "prve generacije" i u ovom je scenariju kriza uvjetovana nekonzistentnom ekonomskom politikom, koja bi konačno i bez špekulativnog napada dovela do odstupanja od fiksnog tečaja. Iako se u trenutku kada valutna kriza izbije može činiti da to nije tako, ona je i ovdje inicirana fundamentalnim ekonomskim faktorima. Krugman (1997) smatra da je ovo najbliži opis situacija u kojima izbijaju valutne krize u realnom svijetu, iako mnogi ekonomisti u okviru modela špekulativnih napada na valute "druge generacije" naglašavaju druge uzroke, a ne fundamentalne neravnoteže, kao osnovne razloge izbijanja valutnih kriza. Jedan od primjera su i tzv. "samoispunjavajuće špekulacije" (eng. self-fulfilling speculations).

Pokušajmo opisati scenarij u kojem dolazi do valutne krize u modelima tzv. samoispunjavajućih špekulacija (Obstfeld, 1996; Obstfeld i Rogoff, 1995; Jeanne, 1997). Pretpostavimo situaciju u kojoj ne dolazi do pogoršavanja fundamentalnih faktora, ili postoji trend njihova pogoršavanja, ali i realna mogućnost da se taj trend promijeni. Istovremeno se zna da će središnja banka napustiti fiksni tečaj, ako dođe do dovoljno ozbiljnog napada na valutu. Investitor koji ne vjeruje da će doći do napuštanja tečaja neće se povući iz domaće valute - onaj suprotnog mišljenja to će učiniti. Do krize dolazi, ako dovoljan broj investitora zastupa drugo - pesimistično - mišljenje. Krugman (1997) naglašava da ovaj tip modela ni na koji način ne sugerira da se može napasti bilo koju valutu, niti da svi špekulativni napadi na valute nisu

opravdani problemima koji proizlaze iz fundamentalnih gospodarskih faktora. Čak i u ovim modelima postoji neka slabost u ekonomskoj politici koja ju čini osjetljivom na napade. Dok, s jedne strane, postoje razine fundamentalnih faktora koje nedvosmisleno upućuju na krizu, i razine koje znače da do krize neće doći, ovi modeli se odnose na one veličine "između" u kojima do krize može, ali i ne mora doći. Upravo zbog činjenice da u ovim modelima kao rezultat međuodnosa privatnog sektora i ponašanja vlade može doći do nekoliko mogućih ishoda, ovi se modeli često nazivaju i modelima višestruke ravnoteže (Dooley, 1996). Dodatni poticaj na špekulativne napada u ovoj je situaciji sadržan i u činjenici da će u slučaju sloma valute, investitori koji se ne povuku iz domaće valute imati gubitak, a ako se izvuku - a do krize ne dođe - oni neće izgubiti (Krugman, 1997). Neposredan povod krize samoispunjavajućih špekulacija može biti bilo koja arbitrarna informacija, ako sudionici na tržištu vjeruju da je ona relevantna¹².

Kod ove vrste modela "druge generacije" postavlja se pitanje odnosa između neravnoteže u fundamentalnim faktorima i samoispunjavajućih špekulacija u izazivanju valutne krize. To, naime, ima vrlo značajne implikacije za kontrolu kapitalnih transakcija. Oni koji zastupaju tezu o samoispunjavajućim valutnim krizama smatraju sisteme fiksnih tečajeva same po sebi nestabilnima i osjetljivima na špekulativne napade. Stoga i preporučuju uvođenje mjera kontrole kapitalnih transakcija, koje mogu pomoći nosiocima ekonomske politike da obrane svoje valute¹³. Oni,

¹² Jeanne (1997) pokušava pridonijeti raspravi o tome da li su špekulativni napadi rezultat fundamentalnih razloga ili samoispunjavajućih špekulacija izgradnjom i testiranjem modela u kojem su prisutna oba elementa. Pritom fundamentalni faktori stvaraju osnovu za krizu, ali je neposredno vrijeme njezinog izbijanja određeno samoispunjavajućim faktorima. Testiranjem modela na primjeru krize francuskog franka 1991-93., autor dolazi do zaključka da su bili prisutni i elementi samoispunjavajućih špekulacija.

¹³ Tako su, na primjer, Eichengreen, Tobin i Wyplosz (1995), nakon iskustva s krizom 1992-93. u Europi, predložili uvođenje tzv. "Tobinovog poreza" u cilju usporavanja financijskih transakcija i izgradnje stabilnijeg Europskog monetarnog sustava.

pak, koji špekulativne napade vide prvenstveno kao posljedicu nekonzistentnosti u fundamentalnim faktorima smatraju da se valutne krize mogu izbjeći primjenom monetarne i fiskalne politike koja će biti konzistentna s vođenjem politike fiksnog deviznog tečaja.

Osim upravo opisanog scenarija u kojem je kriza potaknuta samoispunjavajućim racionalnim očekivanjima, ona može biti i rezultat neracionalnog ponašanja "krda". Naime, i u modelima "prve" i "druge generacije" pretpostavlja se da su tržišta efikasna i da na optimalan način koriste raspoložive informacije. U realnom svijetu to baš nije uvijek slučaj, posebno kada se radi o financijskim tržištima. Ako jedan investitor, ponašajući se u skladu s privatnom informacijom koju posjeduje, počne prodavati valutu, drugi - koji možda posjeduje neutralnu ili pozitivnu informaciju - najčešće će slijediti ponašanje prvog investitora (ne znajući točno kakve su njegove informacije). Ostali investitori, čak i ako imaju pozitivne informacije slijedit će one prve (ponašanje "krda").

Krize, dakako, mogu biti i rezultat efekta zaraze, koji djeluju i u pozitivnom i u negativnom smislu. Naime, često se događalo, posebno u Latinskoj Americi, da su manje i susjedne zemlje zahvaljujući znatnom priljevu kapitala u velike zemlje imale koristi od eksternalija. Međutim, isto tako, kada se kriza pojavi u jednoj zemlji, kao što to pokazuje iskustvo u 90-im godinama u Europi i u Latinskoj Americi, a i najnovije u Aziji, krize se šire kroz cijelu regiju i često je vrlo teško otkriti koje su to veze između zemalja u toj regiji uvjetovale proširenje krize¹⁴.

Konačno, poticaj krizi može doći i od velikih investitora koji zahvaljujući špekuliranju s vrlo velikim svotama (poput Sorosa u Velikoj Britaniji 1992. godine), potiču krizu. No, primjeri takvih velikih pojedinačnih špekulanata, barem posljednjih godina, svode se jedino na taj primjer.

¹⁴ Tako je, na primjer, u posljednjoj azijskoj seriji kriza teško bilo uočiti snažniju vezu između gospodarstava Jugoistočne Azije i Južne Koreje.

4. EFIKASNOST KONTROLE FINACIJSKO-KAPITALNIH TRANSAKCIJA: PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA

Implikacije teorijskih modela upućuju na zaključak da nosioci ekonomske politike imaju, pod određenim uvjetima, opravdanje za uvođenje kontrole. Nameće se, međutim, pitanje efikasnosti takve kontrole. Treba, stoga, utvrditi da li se kontrola pokazala na primjerima različitih zemalja efikasnom u izoliranju domaćeg finacijskog tržišta od kretanja na svjetskom finacijskom tržištu, odnosno da li je spriječila priljev i odljev kapitala i da li je imala učinak na pojedine ekonomske varijable.

Značajan problem analize djelotvornosti kontrole kapitalnih transakcija je u tome što ne postoji široko prihvaćena definicija, što se smatra efikasnim paketom kontrole kapitalnih transakcija, pa tako neki autor koristeći iste ili slične podatke, dolaze do sasvim suprotnih zaključaka. Oni koji smatraju da je kontrola kapitalnih transakcija kratkoročno sredstvo koje nosiocima ekonomske politike osigurava potrebno vrijeme da reagiraju i pripreme korištenje drugih instrumenata ekonomske politike, obično se zalažu za to da kontrola može biti efikasna. Oni koji su u svojim analizama utvrdili kako uvođenje kontrola kapitalnih transakcija često prethodi valutnim krizama tvrde, dakako, da su kontrole neefikasne.

Literatura koja obuhvaća empirijske analize efikasnosti kontrole kapitalnih transakcija je opsežna, kako za industrijski razvijene, tako i za zemlje u razvoju. Najčešće se efikasnost pritom definira kao razlika, u određenom vremenskom razdoblju, između prosječnih vrijednosti pojedinih ekonomskih varijabli u zemljama sa i bez kontrole kapitalnih tokova. Autori su u empirijskim radovima koristili različite mjere, od utvrđivanja razlike u tečajevima za komercijalne i finacijske transakcije u sistemima dvostrukog tečaja, preko ispitivanja korelacije između štednje i investicija, razlika u kamatnim stopama na domaćem i međunarodnom tržištu (prilagođenih ili ne, za očekivane promjene tečaja domaće valute), do nešto rjeđe korištenih alternativnih mjera finacijske

integriranosti pojedinih zemalja u svjetsko tržište, kao što su razlike između stvarno i optimalno diverzificiranih portfelja, te korelacije u promjenama razine potrošnje po pojedinim zemljama¹⁵.

U slučaju korištenja dvostrukog tečaja empirijskom se analizom nastojalo utvrditi da li postoji signifikantna razlika između tečajeva za komercijalne i financijske transakcije ili pak dolazi do njihove postupne konvergencije, što je direktan dokaz djelotvornosti kontrola. Na primjeru Belgije (1979-87.) i Meksika (1982-86.), Gros (1988) je utvrdio da je uspješno održavana signifikantna razlika između dva tečaja približno oko godinu dana prije nego što je privatni kapital našao načina da izbjegne kontrolu. Drugim riječima, razlika između dva tečaja je postupno nestajala osim u vremenima nestabilnosti na financijskom tržištu, kada su se javila očekivanja devalvacije tečaja za komercijalne transakcije, što je uvjetovale reakciju kod tržišno utvrđivanog tečaja za financijske transakcije.

U radovima s početka 80-ih godina kao mjera financijske integriranosti koristio se stupanj korelacije između udjela štednje i udjela investicija u BDP-u (Feldstein i Horioka, 1980). Veći je stupanj korelacije između spomenutih varijabli upućivao na manju otvorenost zemlje prema međunarodnim tokovima kapitala. Ova je mjera redovito ukazivala na visoku koreliranost štednje i investicija, a time i na malu integriranost takvih zemalja u međunarodna tržišta kapitala. Međutim, mnogi su autori kasnije ukazivali na problematičnost ove mjere, jer je odnos štednje i investicija uvjetovan i brojnim drugim determinantama, a ne samo kontrolom međunarodnih tokova kapitala.

U suvremenoj se empirijskoj literaturi često koristi neka od tehnika ocjenjivanja razlike između kamatnih stopa na domaćem i međunarodnom tržištu. Pretpostavka je, naime, da bez obzira na

¹⁵ O alternativnim mjerama financijske integriranosti vidjeti u Goldstein i Mussa (1993).

formalna ograničenja, smanjenje razlike u kamatnim stopama na domaćem i svjetskom tržištu, pri čemu je ta razlika prilagođena za očekivanu promjenu tečaja domaće valute, upućuje na veći stupanj otvorenosti financijsko-kapitalnog računa. Ovaj model su za zemlje u razvoju prvi koristili Edwards i Khan (1988), a kasnije su ga dopunili Haque i Montiel (1990). U slučaju industrijski razvijenih zemalja, kada često postoje offshore tržišta za pojedine valute, jednostavno se uspoređuje kretanje razlike u kamatnim stopama na ta dva tržišta.

Dooley i Isard (1980) su među prvima koristili spomenutu mjeru efikasnosti, te ispitivali djelotvornost opsežnog njemačkog paketa kontrole kapitalnih transakcija u razdoblju 1970-74. U razdoblju od dvije godine nosioci ekonomske politike su zaista uspjeli osigurati oko 4 postotna poena razlike u kamatnim stopama za kredite denominirane u njemačkim markama na domaćem i europskom tržištu (krajem treće godine se razlika povećala na 10 postotnih poena, da bi se potom počela smanjivati), ali treba napomenuti da je gotovo sav priljev privatnog kapitala tijekom tog razdoblja bio zabranjen. Drugim riječima, kontrola je imala mjerljive efekte, ali ipak nije spriječila špekulativni napad koji je natjerao vladu na napuštanje fiksnog deviznog tečaja krajem 1974. godine.

Gros (1987) je analizirao razlike između kamatnih stopa za depozite u domaćoj valuti u Francuskoj i Italiji i na offshore tržištima u razdoblju 1979-86. Razlike su ponekad, u vrlo kratkim razdobljima, iznosile i 20-25 postotnih poena, pa autor smatra da to potvrđuje kako kontrola kapitalnih tokova kratkoročno može biti efikasna. Naravno, razlike između kamatnih stopa su se drastično smanjile u duljem vremenskom razdoblju, što sugerira da kvantitativne kontrole s vremenom gube na djelotvornosti.

Fieleke (1993) je analizirao kretanje kratkoročnih domaćih kamatnih stopa u Španjolskoj, Irskoj i Portugalu i kamatnih stopa za euro-depozite u valutama ovih zemalja za vrijeme krize Europskog monetarnog sustava

1992, kada su ove zemlje uvele mjere kontrole s ciljem zaštite od odljeva kapitala. Iako su kontrole uvjetovale stvaranje razlike u kamatnim stopama na onshore i offshore tržištima, one nisu uspjele spriječiti devalvacije. Ograničenja su, dakle, i ovdje imala kratkotrajan učinak.

Bez obzira što se, generalizirajući pouke empirijske literature, uglavnom može reći da kontrola kapitalnih transakcija nije efikasna, postoje i primjeri koji upućuju na drugačije zaključke. U slučaju Kolumbije, autori empirijske analize su se poslužili mjerenjem direktnih efekta kontrole kapitalnih tokova. Kolumbija se inače često navodi kao primjer zemlje, gdje je kontrola kapitalnih transakcija utjecala na povećanje makroekonomske stabilnosti. Početkom 90-ih godina kvantitativna kontrola kapitalnih transakcija zamijenjena je tržišno orijentiranim mehanizmima kontrole za čije je uvođenje osnovni razlog bilo stabiliziranje realnog tečaja pesosa. Cardenas i Barrera (1997) analizirali su efekte primjene poreza na pojedine transakcije tekućeg računa platne bilance (značajan dio priljeva kapitala u Kolumbiji se ostvaruje upravo kroz transakcije na tekućem računu - usluge i transfere), kao i efekte beskamatnih obveznih depozita u slučaju zaduživanja kolumbijskih rezidenata u inozemstvu. Porezi na transakcije tekućeg računa platne bilance utjecali su, barem u razdoblju od prvih nekoliko mjeseci nakon uvođenja, na smanjenje korištenja usluga i transfera za priljev kapitala, dok beskamatni obvezni depoziti¹⁶ uopće nisu utjecali na *razinu* priljeva kapitala, ali su imali utjecaja na njegovu *strukturu* u kojoj se povećao priljev dugoročnijeg kapitala (uz trošak povećanja kratkoročnih kamatnih stopa na domaćem tržištu). Autori zaključuju da je u tom smislu kontrola bila efikasna i da je smanjila osjetljivost kolumbijske privrede na promjene kratkoročnih tokova kapitala.

¹⁶ Godine 1993. kolumbijska je središnja banka uvela obvezatni jednogodišnji depozit od 47% na sva zaduživanja u inozemstvu s ročnošću kraćom od 18 mjeseci. Tijekom 1994. obvezatni depoziti su prošireni i na sve kredite s rokom vraćanja kraćim od pet godina (visina depozita utvrđena je u ovisnosti o ročnosti kredita). Ove mjere su djelomično ukinute 1996. kada je oslabio priljev kapitala.

Empirijske analize o efikasnosti kontrole kapitalnih tokova, rađene na primjerima većeg broja zemalja, a pokazuje to i prethodni pregled manjeg broja radova s ovog područja, daju vrlo slične rezultate¹⁷. Za razliku od većine drugih pitanja u ekonomici - ovdje je stav gotovo jedinstven: kontrole koje su posljednjih godina uvedene na kapitalne tokove bile su bezuspješne u osiguravanju signifikantno veće neovisnosti domaće monetarne politike, osim u manjem broju slučajeva i to u relativno kratkim razdobljima nakon njihova uvođenja. Drugim riječima, uvođenje kontrole kapitalnih transakcija može nosiocima monetarne politike "kupiti" nešto vremena, ali ne baš mnogo. Razlog je u tome što kapital koristi kanale koje je vrlo teško nadzirati, a profiti od izbjegavanja tog nadzora su vrlo značajni.

Mathieson i Rojas-Suarez (1993) u opsežnoj preglednoj studiji o efikasnosti kontrole kapitalnih tokova upućuju na četiri osnovna zaključka:

- kontrole kapitalnih tokova su, u pravilu, bile najefikasnije, kada su bile kombinirane s kontrolom deviznog tečaja i vanjske trgovine, dakle, kada su postojala ograničenja i na tekućem i na financijsko-kapitalnom računu platne bilance¹⁸;
- dok je u većem broju industrijski razvijenih zemalja kontrola kapitalnih transakcija bila uspješna tijekom 50-ih i 60-ih godina, slom Bretton-Woodskog sistema stvorio je klimu očekivanih tečajnih promjena i stoga je bio popraćen velikim, često ilegalnim, tokovima kapitala, koji su zahvatili i zemlje s vrlo opsežnom kontrolom kapitalnih tokova;

¹⁷ Vidjeti, na primjer, pregled u Mathieson i Rojas-Suarez (1993), Fieleke (1993) ili Dooley (1996).

¹⁸ Smatra se, na primjer, da je Japan imao najefikasniji sistem kontrole kapitalnih transakcija sve do kraja 70-ih godina (ograničenja su uključivala i tekući i financijsko-kapitalni račun).

- kada su makroekonomski i financijski uvjeti stvorili poticaje za prijenos sredstava u inozemstvo, kontrola kapitalnih tokova je u zemljama u razvoju imala samo vrlo ograničeni efekt (bijeg kapitala tijekom 70-ih i 80-ih godina);
- novije empirijske studije upućuju na zaključak da je efikasnost kontrole kapitalnih transakcija bila mnogo manja tijekom 80-tih, nego što je to bilo u 60-im i 70-im godinama¹⁹.

Može se, ipak, reći da su i razvijene zemlje i zemlje u razvoju bile uspješne, pri korištenju kontrole kapitalnih transakcija, u održavanju razlika između kamatnih stopa na domaćem i međunarodnom tržištu, prilagođenih za očekivane promjene tečaja. Osim toga, čini se da su se u slučajevima mnogih zemalja, nosioci ekonomske politike uspješno koristili kontrolom kapitalnih tokova, kako bi pojačali financijsku represiju, kako bi osigurali prihode (inflacijski porez) i ograničili rashode za plaćanje kamata na unutrašnji javni dug.

Istovremeno empirijska literatura općenito ne potvrđuje da je kontrola kapitalnih tokova imala utjecaja na druge važne ekonomske varijable, kao što je obujam ili struktura privatnih tokova kapitala, promjene u deviznim rezervama, ili razina deviznog tečaja. Vrlo je značajan zaključak, također, da kontrola kapitalnih transakcija nije uspjela spriječiti špekulativne napade na režime fiksnog deviznog tečaja.

¹⁹ Dooley, Mathieson i Rojas-Suarez (1996) zaključuju na temelju empirijske analize za Koreju, Meksiko i Filipine, da se realni trošak izbjegavanja ograničenja kapitalnih tokova smanjio za prosječno oko 70% u razdoblju od početka 70-ih do kraja 80-ih godina.

5. ZAKLJUČCI

1. Razlozi koji se obično navode u prilog ograničavanja kapitalnih transakcija obuhvaćaju: ograničavanje tokova kratkoročnog kapitala; osiguravanje da domaća štednja bude iskorištena za financiranje domaćih investicija; te povećavanje efikasnosti oporezivanja financijskih aktivnosti, dohotka i imovine. Osim toga, smatra se da otvaranje financijsko-kapitalnog računa treba biti posljednja faza u stabilizacijskim programima, odnosno, programima strukturnih reformi.
2. Liberalizacija kapitalnih tokova omogućuje efikasniju alokaciju štednje i pomaže usmjeravanju sredstava u najproduktivnije poduhvate, povećavajući ekonomski rast i blagostanje pojedinih gospodarstava. Koristi se javljaju u obliku povećanog potencijalnog obujma sredstava za investiranje, te kroz povećane mogućnosti pristupa domaćih rezidenata stranim tržištima kapitala. Liberalizacijom financijskih transakcija unapređuje se efikasnost domaćeg financijskog sistema i smanjuje financijski rizik za domaće rezidente.
3. Međunarodni tokovi kapitala osjetljivi su na način vođenja makroekonomske politike u pojedinim zemljama, na "zdravlje" financijskog sustava, ali i na nepredviđene ekonomske ili političke događaje. Da bi se izbjegle nagle promjene tokova kapitala i ojačala struktura privreda, te tako minimizirala njihova osjetljivost na nagle promjene na tržištima preporučuje se: voditi "zdravu" makroekonomsku politiku; ojačati domaći financijski sustav; te provesti liberalizaciju financijsko-kapitalnog računa platne bilance postupno. Pažnju treba posvetiti i izgradnji sistema nadzora, pružanju informacija, te problemu moralnog hazarda povezanog s međunarodnim financijskim institucijama.

4. Iako je osnovni zaključak ekonomike blagostanja da će potpuno slobodno kretanje kapitala alocirati resurse u najproduktivnije poduhvate i omogućiti rezidentima različitih zemalja da unaprijede blagostanje diverzifikacijom svog portfelja, ekonomska teorija sugerira da postoje i izuzeci od tog pravila i to u onim slučajevima u kojima već postojeće distorzije u ekonomskom sistemu narušavaju pretpostavke koje su nužne za "prvo-najbolje" rješenje. Ako je u gospodarstvu prisutna jedna distorzija, moguće je unaprijediti razinu blagostanja razboritim uvođenjem još jedne distorzije. Na toj osnovi izgrađen je niz teorijskih modela, u kojima nosioci ekonomske politike interveniraju u međunarodne tokove kapitala, unapređujući na taj način blagostanje.

5. Empirijske analize o efikasnosti kontrole kapitalnih tokova upućuju na zaključak da su ograničenja koja su posljednjih godina uvedena na kapitalne tokove bila bezuspješna u osiguravanju signifikantno veće neovisnosti domaće monetarne politike, osim u manjem broju slučajeva i to u relativno kratkim razdobljima nakon njihova uvođenja. Ipak, i razvijene zemlje i zemlje u razvoju bile su uspješne, pri korištenju kontrole kapitalnih transakcija, u održavanju razlika između kamatnih stopa na domaćem i međunarodnom tržištu, prilagođenih za očekivane promjene tečaja. Osim toga, nosioci ekonomske politike su se uspješno koristili kontrolom kapitalnih tokova, kako bi pojačali financijsku represiju, kako bi osigurali prihode (inflacijski porez) i ograničili rashode za plaćanje kamata na unutrašnji javni dug. Istovremeno empirijska literatura ne potvrđuje da je kontrola kapitalnih tokova imala utjecaja na druge važne ekonomske varijable, kao što je obujam ili struktura privatnih tokova kapitala, promjene u deviznim rezervama, ili razina deviznog tečaja. Također kontrola kapitalnih transakcija nije uspjela spriječiti špekulativne napade na režime fiksnog deviznog tečaja.

LITERATURA

Agenor, Pierre-Richard, Jagdeep S. Bhandari i Robert P. Flood, 1992, "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crisis", **IMF Staff Papers**, 39(2), lipanj, str. 357-394.

Argy, Victor i Michael G. Porter, 1972, "The Forward Exchange Market and the Effects of Domestic and External Disturbances Under Alternative Exchange Rate Systems", **IMF Staff Papers**, 19, studeni, str. 503-532.

Borensztein, Eduardo, Jose De Gregorio i Jong-Wha Lee, 1994, "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", **IMF Working Paper**, br. 94/110, rujan.

Branson, William, 1993, "Comment", u: Helmut Reisen i Bernhard Fischer (uredn.), **Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries**, Pariz: OECD, str. 35-37.

Bruno, Michael, 1988, "Opening Up: Liberalization with Stabilization", u: Rudiger Dornbusch i F. Leslie C. H. Helmers (uredn.), **The Open Economy - Tools for Policymakers in Developing Countries**, EDI Series in Economic Development, New York: Oxford University Press, str. 223-248.

Calvo, Guillermo A., 1987, "Balance of Payments Crises in a Cash-in-Advance Economy", **Journal of Money, Credit and Banking**, 19(1), veljača, str. 19-32.

Calvo, Guillermo A. i Pablo E. Guidotti, 1991, "Speculative Attacks", **IMF Working Paper**, br. 91/10, siječanj.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, i Carmen M. Reinhart, 1996, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", **Journal of Economic Perspectives**, 10(2), proljeće, str. 123-139.

Cardenas, Mauricio i Felipe Barrera, 1997, "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Columbia During the 1990s", **Journal of Development Economics**, 54, str. 27-57.

Dooley, Michael P., 1996, "A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions", **IMF Staff Papers**, 43(4), prosinac, str. 639-687.

Dooley, Michael P. i Peter Isard, 1980, "Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest-Rate Parity", **Journal of Political Economy**, 88(2), str. 370-383.

Dooley, Michael P., Donald J. Mathieson i Liliana Rojas-Suarez, 1996, "Capital Mobility and Exchange Market Intervention in Developing Countries", **IMF Working Paper**, br. 96/131, studeni.

Dornbusch, Rudiger, 1987, "Collapsing Exchange Rate Regimes", **Journal of Development Economics**, 27, 1987, str. 71-83.

Edwards, Sebastian i Moshin Khan, 1985, "Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework", **IMF Staff Papers**, 32(3), str. 377-403.

Edwards, Sebastian i Sweder Van Wijnbergen, 1986, "The Welfare Effects of Trade and Capital Liberalization", **International Economic Review**, 27(1), veljača, str. 141-148.

Eichengreen, Barry, James Tobin i Charles Wyplosz, 1995, "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finances", **The Economic Journal**, 105, str. 162-172.

Feldstein, Martin i Charles Horioka, 1980, "Domestic Saving and International Capital Flows", **Economic Journal**, lipanj, str. 314-329.

Fieleke, Norman S., 1993, "International Capital Transactions: Should They Be Restricted?", **IMF Paper on Policy Analysis and Assessment**, br. 93/20, prosinac.

Fischer, Stanley, 1997, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", rad izložen na seminaru "Asia and the IMF", održanom u Hong-Kongu, Kina, 19. rujna 1997.

Flood, Robert P. i Peter M. Garber, 1984, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", **Journal of International Economics**, 17, kolovoz, str. 1-13.

Fleming, J. Marcus, 1974, "Dual Exchange Markets and Other Remedies for Disruptive Capital Flows", **IMF Staff Papers**, 21, ožujak, str. 1-27.

Frenkel, Jacob A., 1983, "Panel Discussion on Southern Cone", **IMF Staff Papers**, 30(1), ožujak, str. 164-172.

Goldstein, Morris i Michael Mussa, 1993, "The Integration of World Capital Markets", **IMF Working Paper**, br. 93/95, prosinac.

Grilli, Vittorio i Gian Maria Milesi-Ferretti, 1995, "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", **IMF Working Paper**, br. 95/31, ožujak.

Gros, Daniel, 1987, "The Effectiveness of Capital Controls", **IMF Staff Papers**, 34, prosinac, str. 621-642.

Gros, Daniel, 1988, "Dual Exchange Rates in the Presence of Incomplete Market Separation - Long-Run Effectiveness and Policy Implications", **IMF Staff Papers**, 35, rujan, str. 437-460.

Haque, Nadeem i Peter Montiel, 1990, "Capital Mobility in Developing Countries", **IMF Working Paper**, br. 90/117.

Helpman, Elhanan, 1981, "An Exploration in the Theory of Exchange-Rate Regimes", **Journal of Political Economy**, 89(51), str. 865-890.

Jeanne, Olivier, 1997, "Are Currency Crisis Self-Fulfilling? - A Test", **Journal of International Economics**, 43, str. 263-286.

Johnston, Barry, 1994, "The Speed of Financial Sector Reform: Risks and Strategies", **IMF Paper on Policy Analysis and Assessment**, br. 94/26, prosinac.

Krugman, Paul, 1979, "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, 11, kolovoz, str. 311-325.

Krugman, Paul, 1997, "Currency Crisis", NBER Conference, listopad, <http://web.mit.edu/krugman>.

Lanyi Anthony, 1975, "Separate Exchange Markets for Capital and Current Transactions", **IMF Staff Papers**, 22, studeni, str. 714-749.

Levine, Ross i Sara J. Zervos, 1993, "What We Have Learned About Policy and Growth from Cross-Country Regressions?," **American Economic Review**, 83(2), svibanj, str. 426-430.

Mathieson, Donald J. i Liliana Rojas-Suarez, (1993) "Liberalization of the Capital Account - Experiences and Issues", **Occasional Paper**, br. 103, ožujak, Washington, D.C.: Međunarodni monetarni fond.

MMF (Međunarodni monetarni fond), 1997, **Exchange Arrangements and Exchange Restrictions - Annual Report 1997**, Washington, D.C.: MMF.

Obstfeld, Maurice, 1984, "Balance-of-Payments Crises and Devaluation", **Journal of Money, Credit and Banking**, 16(2), svibanj, str. 208-217.

Obstfeld, Maurice, 1986, "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", **American Economic Review**, 76(1), ožujak, str. 72-81.

Obstfeld, Maurice, 1995, "The Logic of Currency Crises", u: Barry Eichengreen, Jeffrey Frieden i Juergen von Hagen (uredn.), **Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe**, Heidelberg: Springer, str. 62-90.

Obstfeld, Maurice, 1996, "Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features", **European Economic Review**, 40, str. 1037-1047.

Obstfeld, Maurice i Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), str. 73-96.