

## Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov

Rajmund MIRDALA\*

---

### Economic Aspects of Capital Flows Liberalization

#### Abstract

*The process of the globalization is an important phenomenon of the last decades. Globalization helps to intensify the process of the international division of the labour. On the other side, it stimulates an increase of the international capital movement. Traditional arguments toward the broad capital flows liberalization emphasize the growth benefits. But it is rather inconclusive to measure an exact contribution to economic growth. At the same time the financial liberalization may lead to the higher macroeconomic aggregates volatility. There is also some evidence about benefits of the capital flows liberalization on the microeconomic level that shows the distortionary effects of the capital controls. In the paper we analyze the economic aspects of the capital flows liberalization, in terms of growth and volatility of the macroeconomic aggregates.*

**Keywords:** *capital flows liberalization, financial integration, economic growth, volatility of macroeconomic aggregates, financial crises, developing countries*

**JEL Classification:** F15, F36

---

#### Úvod

Finančné krízy v 90. rokoch minulého storočia zviditeľnili viacero problémov. Bankové systémy mnohých krajínach skolabovali, rýchlo sa rozvíjajúce ekonomiky boli náhle vystavené prudkým recesiám. Od polovice 90. rokov zaznamenal medzinárodný pohyb dlhového kapitálu výraznejší pokles (než to bolo doteraz), pričom došlo k výraznejšiemu nárastu podielu predovšetkým majetkových investícií (pozri tab. 1).

V dôsledku ázijských finančných kríz mnohí odborníci upozorňovali na to, že proces globalizácie zachádza príliš ďaleko, čo vedie napríklad aj k zvýšenej nestálosti kapitálových trhov a je príčinou finančne veľmi nákladných kríz.

---

\* Rajmund MIRDALA, Technická univerzita v Košiciach, Ekonomická fakulta, Katedra ekonomických teórií, Némcovej 32, 040 01 Košice; e-mail: rajmund.mirdala@tuke.sk

T a b u ľ k a 1

**Medzinárodná finančná integrácia (hrubá zásoba zahraničných aktív a pasív)**

	1980 – 1984	1985 – 1989	1990 – 1994	1995 – 1999	2000 – 2005
<b>Všetky krajiny (mld USD)</b>	<b>7124</b>	<b>14957</b>	<b>26411</b>	<b>46638</b>	<b>80256</b>
Podiel PZI (%)	15.6	16.6	17.9	20.9	22.8
Podiel majetkových investícií (%)	4.9	7.5	9.5	15.7	16.4
Podiel dlhových investícií (%)	75.1	72.5	69.4	60.0	57.2
Podiel iných foriem (%)	4.4	3.4	3.3	3.3	3.6
<b>Vyspelé ekonomiky (mld USD)<sup>1</sup></b>	<b>6100</b>	<b>13492</b>	<b>23969</b>	<b>42052</b>	<b>72432</b>
Podiel PZI (%)	16.1	16.9	17.9	20.7	22.8
Podiel majetkových investícií (%)	5.5	8.1	9.9	16.5	16.9
Podiel dlhových investícií (%)	74.8	72.0	69.7	60.5	57.8
Podiel iných foriem (%)	3.6	3.0	2.5	2.3	2.4
<b>Rozvíjajúce sa ekonomiky (mld USD)<sup>2</sup></b>	<b>859</b>	<b>1259</b>	<b>2167</b>	<b>4236</b>	<b>6621</b>
Podiel PZI (%)	12.0	13.3	17.6	23.2	27.2
Podiel majetkových investícií (%)	1.3	2.1	6.1	9.4	11.0
Podiel dlhových investícií (%)	77.9	76.6	64.6	54.4	43.6
Podiel iných foriem (%)	8.8	8.0	11.7	13.0	18.2
<b>Ostatné rozvíjajúce sa ekonomiky (mld USD)<sup>3</sup></b>	<b>165</b>	<b>207</b>	<b>276</b>	<b>351</b>	<b>530</b>
Podiel PZI (%)	16.0	14.0	14.4	18.7	24.7
Podiel majetkových investícií (%)	0.2	0.3	0.3	0.6	1.2
Podiel dlhových investícií (%)	73.8	79.9	78.5	71.3	57.3
Podiel iných foriem (%)	10.0	5.7	6.8	9.4	16.8

*Poznámka:* Vzorka pozostáva z 21 vyspelých, 20 rozvíjajúcich sa a 30 ostatných rozvíjajúcich sa ekonomík. Kategória iné formy zahŕňa finančné deriváty a celkové menové rezervy bez zlata.

*Prameň:* Údaje v tabuľke sú vypočítané na základe štatistických zostáv za jednotlivé krajiny dostupné v [14] a aktualizované k roku 2005 na základe [8; 21].

Tieto skutočnosti podnietili úvahy o návrate k finančnej regulácii využívanej v minulosti. Napríklad Stiglitz [26] navrhol, aby sa v prípade rozvíjajúcich sa ekonomík uplatňovali určité obmedzenia pre prílev kapitálu na finančných trhoch. Cieľom reštrikcií nemá byť podľa neho prevencia vzniku finančných kríz, ale zníženie ich výskytu a rozsahu. Autor podrobil kritike prístupy, ktoré ako predpoklad prevencie vzniku finančných kríz zdôrazňovali požiadavku vyššej transparentnosti zo strany centrálnych bánk a subjektov na finančných trhoch. Ako príklad uviedol finančnú krízu v rokoch 1991 – 1994 vo Fínsku, v Nórsku a vo Švédsku, ktoré sú považované za vysoko transparentné ekonomiky. Podľa Stiglitzu môže väčšia transparentnosť viesť k vyššej alokačnej efektívnosti, jej význam pre posilnenie makroekonomickej stability je však diskutabilný a nejednoznačný.

<sup>1</sup> Vyspelé ekonomiky sú zastúpené krajinami: AU, BE, DK, FI, FR.,GR, NL, IE, JP, CA, DE, NZ, NO, PT, AT, ES, SE, CH, IT, US, GB.

<sup>2</sup> Rozvíjajúce sa ekonomiky sú zastúpené krajinami: AR, BR, CL, CN, EG, PH, IN, ID, IL, ZA, CO, KR, MY, MX, PK, PE, SG, TH, TR, VE.

<sup>3</sup> Ostatné rozvíjajúce sa ekonomiky sú zastúpené krajinami: DZ, BD, BO, CM, CR, DO, EC, SV, FJ, GH, GT, HN, IR, JM, KE, MW, MU, NP, NG, PG, PY, SN, LK, TZ, TG, TT, TN, UY, ZM, ZW.

Aj keď sa v prípade odlevu kapitálu pred nejakým časom ustúpilo od jeho regulácie pre predpokladanú nízku efektívnosť, nastolila sa požiadavka jej opätovného zavedenia. Okrem iných napríklad Krugman [12] argumentoval, že regulácia pohybu kapitálu umožňuje, aspoň dočasne, napomôcť kontrolu neočakávaného a nadmerného odlevu kapitálu kvôli náhlemu rušeniu otvorených pozícií investormi.

Diskusia postupne nadobudla otvorenejší charakter, keď napríklad Krugman, Stiglitz, Wagner, Wei a Wu a ďalší otvorene kritizovali fungovanie medzinárodného finančného systému. Spolu s ďalšími ekonómami boli zástancami intervencií na finančných trhoch, čo možno postaviť priamo do kontrastu s ešte donekdávna nekriticky obhajovanou medzinárodnou finančnou integráciou. Krugman vo svojej práci [13] konštatoval, že užšia integrácia celosvetovej ekonomiky predstavuje zvýšenie budúceho rizika vzniku finančných kríz. Obmedzenie vzniku finančných kríz je podľa neho možné dosiahnuť dvomi spôsobmi. Po prvé, zvýšením integrácie trhov tovarov a služieb. Nárast vzájomných obchodných aktivít vedie k zvýšeniu špecializácie, čím sa podľa autora vytvoria lepšie predpoklady na menšiu symetrickosť šokov. Po druhé, výraznejšou orientáciou na priame zahraničné investície (PZI) sa môže znížiť riziko vzniku finančných kríz. Wagner sa vo svojej práci [31] venoval analýze pôsobenia globalizácie na štrukturálne zmeny v celosvetovej ekonomike. Finančná liberalizácia zvyšuje neistotu vývoja makroekonomických indikátorov. Podľa autora, dôsledkom štrukturálnych reforiem (nielen vo finančnom sektore) spojených s procesom globalizácie je vznik asymetrických nákladov pre rôzne sociálne skupiny. Niektoré vlády potom pristupujú ku kompenzácií vyvolaných negatívnych dopadov, čo má však negatívny dosah na samotné reformy. Autori Wei a Wu vo svojej práci [32] analyzovali vplyv faktora korupcie na štruktúru prílevu kapitálu. Konštatovali, že PZI sú vysoko citlivé na faktor korupcie, zatiaľ čo napríklad bankové úvery tento faktor významnejšie neovplyvňuje. Dôsledkom korupcie pre krajinu importujúcu kapitál je narastajúci podiel zahraničného dlhového financovania a tým vyššie riziko, vyplývajúce z prípadnej finančnej krízy. Podľa týchto autorov môže korupcia zvýšiť riziko vzniku finančnej krízy aj prostredníctvom oslabenia kvality domáceho dohľadu nad finančným trhom. Dôsledkom je zhoršenie kvality bankových a podnikových bilancií.

Tabuľka 2 ponúka prehľad rozsahu devízových reštrikcií uplatňovaných vybranou vzorkou krajín.<sup>4</sup> Z tabuľky je zrejماً tendencia postupného uvoľňovania reštrikcií na pohyb tovarov, služieb, dôchodkov a kapitálu v rámci vzorky vyspelých

<sup>4</sup> Vyspelé ekonomiky: US, GB, AS, BE, DK, FR, DE, IT, NL, NO, SE, CA, JP, FI, GR, IS, IE, PT, ES, AU, NZ. Rozvíjajúce sa ekonomiky: MT, TR, MK, ZA, AR, BO, BR, CL, CO, CR, HN, MX, NI, PA, PE, UY, VE, BS, BB, IL, EG, IN, ID, MY, NP, PK, PH, SG, TH, BW, CG, ET, GH, KE, MA, NE, TZ, UG, ZM, WS.

krajín. Na druhej strane je na vzorke vybraných rozvíjajúcich sa ekonomík vidieť snahu pokračovať v uplatňovaní reštrikcií medzinárodných ekonomických aktivít.

T a b u ľ k a 2

**Devízové reštrikcie**

Typ reštrikcie	1969	1979	1989	1999	2005
Počet krajín	58	61	61	61	61
Reštrikcie operácií v rámci kapitálového účtu	44	43	45	41	45
Vyspelé ekonomiky	17	14	11	5	5
Rozvíjajúce sa ekonomiky	27	29	34	36	40
Reštrikcie operácií v rámci bežného účtu	32	27	30	31	33
Vyspelé ekonomiky	9	4	2	0	0
Rozvíjajúce sa ekonomiky	23	23	28	31	33

*Prameň:* [5], s. 16 upravená o aktualizáciu v rokoch 1999 a 2005.

Napriek známym dôsledkom finančných kríz významná časť odbornej verejnosti stále zdôrazňovala výhody finančnej liberalizácie. Finančná liberalizácia pomáha zlepšovať funkčnosť finančných systémov zvyšovaním dostupnosti finančných zdrojov a umožnením diverzifikácie rizika medzi krajinami. Napríklad Obstfeld [22] zdôrazňoval, že medzinárodné kapitálové trhy umožňujú s vyššou efektívnosťou alokovať národné finančné úspory bez ohľadu na lokalitu potenciálneho záujemcu o tieto zdroje. Stutz [28] a Mishkin [19] tvrdili, že finančná liberalizácia pomáha zvyšovať transparentnosť a zodpovednosť pri alokácii finančných zdrojov redukciov nevhodných alternatív a morálneho hazardu, pričom zároveň znižuje problémy s likviditou na finančných trhoch. Argumentovali, že medzinárodné kapitálové trhy pomáhajú zvyšovať disciplínu národných vlád, ktoré by inak mohli negatívne pôsobiť na domáci kapitálový trh. Sú známe aj tvrdenia, že finančná liberalizácia a finančný rozvoj sú kľúčovými faktormi stimulácie ekonomického rastu. Môžeme teda konštatovať, že tak odporcovia, ako aj zástancovia finančnej liberalizácie časom získavali oporu pre svoje argumenty.

V analýze, ktorá je predmetom tohto príspevku, ponúkame pohľad na ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov a finančnej integrácie vzhľadom na ekonomický rast a volatilitu makroekonomických ukazovateľov.

## 1. Vyjadrenie finančnej otvorenosti

Tradičné prístupy k meraniu finančnej otvorenosti vychádzajú z rozsahu existujúcich obmedzení kapitálových tokov medzi krajinami. Kontrola pohybu kapitálu má rôzne podoby (kontrola prílevu, resp. odlevu kapitálu; objemová, resp. cenová kontrola; obmedzenia držby domácich, resp. zahraničných majetkových účastí a pod.).

Meranie otvorenosti kapitálového účtu bolo výzvou národným vládam v pomerne dlhom časovom období (pozri [2]). Edison vo svojej práci [2] použil vybrané pomerové ukazovatele a ukazovatele intenzity<sup>5</sup> založené na báze údajov z AREAER<sup>6</sup> (Správa o kurzových usporiadaniach a kurzových obmedzeniach publikovaná MMF). Podobne z údajov AREAER čerpali aj Grilli a Milesi-Ferretti [5], Rodrik [25] a Quinn [24], Klein a Olivei [11]. Účelom bolo zostavenie podielových ukazovateľov za obdobie, počas ktorého bol kapitálový účet krajiny otvorený. Chinn a Ito [7] využívali sofistikovanejšie metódy merania konštrukciou indexu finančnej otvorenosti, ktorý využíva základné položky získané dezagregáciou bežného a kapitálového účtu s ohľadom na obmedzenia v rámci AREAER. Mody a Murshid [20] taktiež využili vlastné merania pri zohľadnení obmedzenia na bežnom a kapitálovom účte. Edwards [3] skombinoval merania použité v prácach Modyho a Murshida [20], ako aj Chinna a Itoa [7] s informáciami pochádzajúcimi zo špecifických zdrojov danej krajiny a zostavil vlastný index. Postupne sa vytvárali ďalšie ukazovatele, ktoré odrážali rozsah obmedzení kapitálových tokov. V posledných rokoch došlo k rozsiahlejšej revízií predovšetkým starších ukazovateľov vzhľadom na aktuálny vývoj kapitálových obmedzení (pozri Miniane [18]).

Aj napriek sofistikovanému charakteru týchto prístupov má väčšina navrhovaných meraní finančnej otvorenosti určité nedostatky.

Po prvé, tieto prístupy jednoznačne nezohľadňujú stupeň otvorenosti kapitálového účtu, keďže sú čiastočne postavené na rôznych obmedzeniach spojených s devízovými transakciami, ktoré nevyhnutne nemusia brzdiť kapitálové toky.

Po druhé, uvádzané prístupy neberú do úvahy rozsah uplatňovania kontroly kapitálových tokov (resp. efektívnosť takejto kontroly), ktorý sa môže v určitom časovom horizonte zmeniť bez toho, aby nastali zmeny v samotných obmedzeniach pohybu kapitálu.

Po tretie, za najzávažnejší argument môžeme označiť skutočnosť, že spomínané prístupy k vyjadreniu stupňa finančnej otvorenosti nie vždy zohľadňujú skutočnú úroveň integrácie ekonomiky do medzinárodných kapitálových trhov. Môžeme spomenúť príklad Číny, ktorá napriek využívaniu rozsiahleho režimu regulácie kapitálových tokov nedokázala v súčasnosti zastaviť prílev špekulatívneho kapitálu.

Metódy vyjadrenia finančnej otvorenosti krajiny možno rozdeliť do dvoch formálnych skupín (prístupy na báze cenových diferenciálov a prístupy na báze objemových diferenciálov).

---

<sup>5</sup> Napríklad Quinn's Indicators; OECD Share; CapFlows; CapStocks; Montiel & Reinart Indicators; Edison & Warnock Indicators; Bekeart, Harvey & Lundblad Indicators, Levine/Zervos & Henry Indicators.

<sup>6</sup> *Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER).*

Prvý prístup sa zameriava na *cenovo orientované* merania integrácie trhu aktív. Na základe tohto prístupu sú kľúčovým faktorom integrácie kapitálových trhov ceny podobných finančných nástrojov vo dvoch krajinách, pričom sa neberie zreteľ na objem, ani smerovanie kapitálových tokov. V praxi sa možno pri aplikácii týchto prístupov v podmienkach rozvíjajúcich sa ekonomík (najmä v ekonomík s nízkym národným dôchodkom) stretnúť s viacerými problémami. Očakávaná výnosnosť finančných nástrojov môže zahŕňať množstvo potenciálnych rizík. Dôsledkom vyššej rizikovosti takýchto investícií je prítomnosť rizikovej prémie, ktorú je pri jednotlivých finančných nástrojoch pomerne ťažké vyjadriť.

*Objemovo orientované* prístupy k vyjadreniu finančnej integrácie (prístupy založené na aktuálnych kapitálových tokoch) ponúkajú efektívnejší spôsob merania integrácie národnej ekonomiky do medzinárodných finančných trhov. Aj tu je však potrebné upozorniť na niekoľko aspektov. Pri aplikácii týchto prístupov je nevyhnutné rozhodnúť sa, či sa na účely meraní použijú čisté, alebo hrubé kapitálové toky. Hrubé kapitálové toky ponúkajú konkrétnejšiu predstavu o finančnej integrácii. Takéto prístupy teda zachytávajú obojstranné kapitálové toky. Výhodou je, že ponúkajú pomerne jasný obraz o tom, či národná ekonomika dokáže, pri zohľadnení existencie množstva finančných nástrojov a taktiež investorov s odlišnými rizikovými stratégiami, efektívne zdieľať riziko. Ukazovateľ, v ktorom by sme súčet súm hrubých odlevov a prílevov kapitálu dali do pomeru k hrubému domácomu produktu, ponúka zaujímavú symetriu so široko používaným ukazovateľom na vyjadrenie celkovej funkčnej (obchodnej) otvorenosti ekonomiky, ktorý dáva do pomeru súčet súm exportov a importov k hrubému domácomu produktu.

Na druhej strane, takéto ročné toky kapitálu môžu byť dosť nestabilné a celkové meranie je tak náchylné k chybám. Na zmiernenie týchto problémov sa ako alternatívny objemový ukazovateľ využíva podiel súčtu súm zahraničných aktív a pasív<sup>7</sup> a hrubého domáceho produktu. Tento prístup umožňuje vyhnúť sa množstvu problémov, ktoré súvisia s evidenciou údajov o kapitálových tokoch. V súčasnosti, predovšetkým na sledovanie zdieľania rizika medzi krajinami, sa merania na báze využitia celkových stavov zahraničných aktív a pasív javia ako vhodnejšie. Ak krajina disponuje vysokou hrubou zásobou zahraničných aktív a pasív, potom aj malé zmeny vo výmennom kurze môžu viesť k významným hodnotovým zmenám zásob kapitálu. Pôsobí to ako mechanizmus na efektívnejšie zdieľanie rizika medzi krajinami aj v prípade, že by čisté saldo zahraničných aktív a pasív bolo nízke.

---

<sup>7</sup> Ide o kumulovanú verziu zodpovedajúcich kapitálových tokov upravených o hodnotové zmeny za príslušné časové obdobie.

## **2. Dôsledky liberalizácie kapitálových tokov**

### **2.1. Vplyv na ekonomický rast**

Liberalizácia kapitálových tokov by mala viesť k pohybu kapitálu z kapitálovo dostatočne vybavených ekonomík do kapitálovo poddimenzovaných ekonomík. V týchto ekonomikách sa očakáva vyššie zhodnotenie vstupného kapitálu. V menej rozvinutej ekonomike by mal prílev kapitálu vhodným spôsobom doplniť obmedzenú zásobu domáceho kapitálu. V dôsledku zníženia nákladov na obstaranie nového kapitálu by prílev zahraničného kapitálu mal následne vyvolať ďalšie investície. Určité formy kapitálových tokov majú taktiež schopnosť podporiť technologický rozvoj.

Existuje množstvo nepriamych kanálov, prostredníctvom ktorých môže liberalizácia kapitálových tokov pozitívne vplyvať na ekonomický rast. Môže podporiť rozvoj a prehĺbenie špecializácie diverzifikáciou dôchodkového rizika a následne zvýšiť produktivitu a tempo ekonomického rastu. Finančné toky môžu podporiť rozvoj domáceho finančného sektora, pozitívne vplyvať na finančnú disciplínu vlád a tým podporiť stabilitu makroekonomických politík.

Významným pozitívnym efektom narastajúcej finančnej integrácie je výrazne vyšší kumulatívny ekonomický rast, ktorý zaznamenali rozvíjajúce sa ekonomiky v porovnaní s vyspelými svetovými ekonomikami od 70. rokov. Ak by sme zo zoznamu rozvíjajúcich sa ekonomík vyškrtli Čínu a Indiu, tempo kumulatívneho ekonomického rastu by sa za túto skupinu výrazne znížilo. Stále by však presahovalo úroveň vyspelých svetových ekonomík.

Na druhej strane však vzťah medzi liberalizáciou kapitálových tokov a ekonomickým rastom zostáva aj naďalej problematický, neurčitý. Pozitívne efekty možno celkom jednoznačne zaznamenať na mikroekonomickej úrovni, avšak na makroekonomickej úrovni zostávajú nejednoznačné.

### **2.2. Vplyv na volatilitu makroekonomických kategórií**

Z teoretického hľadiska nie sú efekty liberalizácie kapitálových tokov na stabilitu vývoja celkového outputu jednoznačné. Liberalizácia kapitálových tokov umožňuje kapitálovo poddimenzovaným ekonomikám diverzifikovať pomerne úzku výrobnú základňu, ktorá obvykle závisí od vybavenosti prirodzenými zdrojmi, resp. od poľnohospodárstva. Takáto situácia môže prispieť k zníženiu makroekonomickej volatility.

V neskorších fázach vývoja môže výraznejšia obchodná a finančná integrácia takejto ekonomiky prispieť k nárastu špecializácie založenej na predpoklade komparatívnych výhod. To však môže zvýšiť citlivosť krajiny voči odvetvovo špecifickým šokom.

Vzťah medzi finančnou integráciou a stabilitou vývoja celkovej spotreby možno z pohľadu teórie naznačiť formou vzájomných súvislostí. Predpokladáme, že spotrebiteľia, aj samotné ekonomiky majú negatívny vzťah voči riziku. Potom z pohľadu teórie by mali spotrebiteľia využiť finančné trhy na zabezpečenie sa proti dôchodkovému riziku, a tak sa vyhnúť prípadným dočasným fluktuáciám v dôchodku a spotrebe. Z tohto pohľadu sú výhody medzinárodného zdieľania rizika pomerne významné. Lucas [17] vychádza z predpokladu, že makroekonomická stabilizačná politika, ktorá sa snaží redukovať nestabilitu vývoja celkovej spotreby, má len malý vplyv na celkovú úroveň dôchodku. Z toho vyplýva, že čím vyššiu nestabilitu vykazuje určitá rozvíjajúca sa ekonomika, tým vyšší potenciálny prínos môže zaznamenať z medzinárodného zdieľania rizika.

Môžeme predpokladať, že liberalizácia kapitálového účtu platobnej bilancie zohráva významnú úlohu pri podnecovaní finančných kríz. Dôležité pritom je, či voľný pohyb kapitálu je samotnou príčinou, alebo len sprievodným javom finančnej krízy. Vzhľadom na špecifiká regiónov, v ktorých sa jednotlivé finančné krízy (pozri [13; 19; 32]) odohrali, nedá sa jednoznačne potvrdiť, že liberalizované kapitálové toky so sebou priniesli predpokladaný efekt výraznejšieho zdieľania rizika medzi krajinami, a tým aj redukcii nestability vývoja celkovej spotreby.

Trend znižovania makroekonomickej volatility vo väčšine vyspelých ekonomík od polovice 80. rokov bol pomerne dobre zdokumentovaný, aj keď dôvody pre takýto vývoj sú stále predmetom diskusií. Pokles nestability vývoja celkového outputu bol, zdá sa, trendom rovnako vo vyspelých, ako aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Avšak na základe dostupných analýz, založených na aplikácii rôznych regresných modelov, rôznej vzorky krajín, rôznych časových období, môžeme konštatovať, že neexistuje systematický empirický vzťah medzi finančnou otvorenosťou a (ne)stabilitou vývoja celkového outputu.

### 2.3. Konvergencia medzi krajinami

Z pohľadu teórie je možné ako logický dôsledok prebiehajúcich integračných procesov medzi krajinami považovať konvergenciu vývoja hlavných makroekonomických kategórií. Efekt zvýšenia finančnej integrácie na koreláciu tempa rastu outputu medzi krajinami je neurčitý, pretože je výrazne ovplyvňovaný charakterom exogénnych šokov a rozsahom špecializácie. Na druhej strane, z pohľadu teórie môže finančná integrácia pomôcť krajinám diverzifikovať riziká špecifické pre národné ekonomiky a tým posilniť konvergenciu tempa rastu spotreby medzi krajinami. Ekonomická teória tak naznačuje dôsledky pôsobenia finančnej integrácie na koreláciu vývoja spotrebných výdavkov krajín. Na druhej strane však chýbajú jednoznačné argumenty pre koreláciu vývoja celkového outputu, resp. národného dôchodku.



Z tohto pohľadu predpokladáme, že liberalizácia kapitálových tokov má pozitívny vplyv na ekonomický rast. Hoci jej efekt na (ne)stabilitu vývoja celkového outputu je neistý, dôsledkom by malo byť zníženie relatívnej nestability vo vývoji spotrebných výdavkov a tým aj zvýšenie konvergencie medzi krajinami v oblasti vývoja národnej spotreby.

### **3. Štruktúra kapitálových tokov a jej aspekty**

#### **3.1. Portfóliové majetkové investície**

Narastajúci význam portfóliových majetkových investícií na rozvíjajúcich sa trhoch je predmetom skúmania mnohých štúdií, ktoré sa zaoberali analýzou vplyvu liberalizácie trhu s majetkovými cennými papiermi na ekonomický rast. Väčšina štúdií sa vo svojich záveroch zhodla na skutočnosti, že portfóliové majetkové investície majú významný pozitívny vplyv na rast celkového outputu. Otázkou zostáva, či tento pozitívny vplyv na ekonomický rast je vyvolaný priamo liberalizáciou trhu s majetkovými cennými papiermi, alebo ide o dôsledok pôsobenia iných opatrení finančnej liberalizácie. Súčasne môžeme pozorovať rôzne efekty na úrovni jednotlivých odvetví, resp. firiem, ktoré zdôrazňujú význam liberalizácie trhu s majetkovými cennými papiermi na mikroekonomickej úrovni. Zaujímavé sú aj rôzne kanály, prostredníctvom ktorých sa finančná liberalizácia premieta do pozitívnych vplyvov na ekonomický rast, napríklad nárast investičnej aktivity, zvýšenie celkovej produktivity výrobných faktorov a pod.

#### **3.2. Priame zahraničné investície**

Relatívny význam PZI sa v posledných rokoch zvýšil. Stali sa najdôležitejšou formou súkromného nadnárodného financovania rozvíjajúcich sa ekonomík. Z teoretického hľadiska existuje predpoklad, že PZI môžu znamenať významnejší prínos ako ostatné formy financovania. Popri rozšírení domácej zásoby kapitálu majú PZI pozitívny vplyv na produktivitu, predovšetkým prostredníctvom transferu technológií a manažérskych skúseností. Navyše, majú tendenciu byť aj najmenej nestabilnou formou zahraničného kapitálu, čo následne robí prijímajúcu krajinu menej citlivú na náhle prerušenie či zníženie prílevu tejto formy kapitálu, resp. na jej spätný odlev.

V súvislosti s významným nárastom PZI sa aj mnohé štúdie začali orientovať na problematiku vyjadrenia pozitívnych efektov týchto kapitálových tokov, resp. dôslednejšiu identifikáciu podmienok, ktorých splnenie je nevyhnutné na plné využitie potenciálnych pozitívnych efektov, ktoré rozvíjajúcej sa ekonomike pri-nášajú priame zahraničné investície.

### 3.3. Dlhový kapitál

Dlhový kapitál predstavuje menej stabilnú formu finančných tokov v porovnaní s ostatnými formami. V prípade problémov v prijímajúcej ekonomike môže dôjsť k rýchlemu odlevu tejto formy kapitálu. Náhly pokles záujmu zahraničných investorov je pravdepodobnejší v prípade krajín, ktoré majú relatívne vyšší podiel portfóliového dlhového kapitálu (vrátane bankových úverov) a nižší podiel PZI. Krátkodobé bankové úvery majú v prípade rozvíjajúcich sa ekonomík obvykle cyklický charakter (majú tendenciu narastať v čase vykazovaného ekonomického rastu, a naopak, tendenciu klesať v čase poklesu ekonomickej výkonnosti). Cyklický a vysoko nestabilný charakter tohto druhu kapitálových tokov môže ešte zvýrazniť negatívne dopady endogénnych šokov na ekonomický rast.

Väčšia otvorenosť ekonomiky voči prílevu dlhového kapitálu spôsobuje zvýšenú citlivosť vlád a iných subjektov finančného sektora na rôzne druhy šokov. Krajiny s nepriaznivým ekonomickým vývojom majú vo výraznejšej miere tendenciu využívať ako hlavný zdroj zahraničného kapitálu krátkodobý zahraničný dlh denominovaný v cudzej mene. To však zvyšuje ich zraniteľnosť, osobitne v prípade, keď domáci finančný systém, prostredníctvom ktorého sa tento kapitál následne alokuje, je málo rozvinutý, nedostatočne regulovaný, resp. nevhodne organizovaný.

## 4. Súbežné efekty finančnej liberalizácie

Z pohľadu teórie proces finančnej liberalizácie prispieva k zintenzívneniu kapitálových tokov. Relatívne vyšší prínos však so sebou prinášajú práve nepriame efekty finančnej liberalizácie. V tejto časti sa zameriame na tri kľúčové oblasti, v rámci ktorých zohrávajú nepriame efekty významnú úlohu – na rozvoj finančného sektora, kvalitu inštitúcií a ich riadenie a na makroekonomické politiky.

Empirické skúsenosti naznačujú, že finančná integrácia zintenzívňuje rozvoj domáceho finančného trhu. Aj keď z pohľadu teórie existuje predpoklad, že finančná liberalizácia prispieva k zvýšeniu kvality inštitúcií a ich riadenia, z praktického hľadiska sa táto skutočnosť nedá jednoznačne potvrdiť. Skutočnosť, že finančná liberalizácia prispieva k zlepšeniu makroekonomických politík, sa v praxi ťažko overuje a vyvoláva určité pochybnosti.

### 4.1. Rozvoj finančného sektora

Predmetom záujmu tejto časti je otázka, či medzinárodné kapitálové toky prispievajú významne k rozvoju domáceho finančného trhu, a to tak z hľadiska jeho veľkosti (veľkosť bankového sektora a kapitálových trhov), ako aj rozvoja v širšom zmysle slova (dohľad a regulácia nad finančným trhom a pod.).

Vzhľadom na pozitívne efekty finančnej liberalizácie môžeme predpokladať, že zahraničné vlastníctvo bánk môže priniesť rôzne pozitíva. Po prvé, prítomnosť zahraničných bánk na domácom finančnom trhu môže uľahčiť krajine ako celku prístup na zahraničné finančné trhy. Po druhé, táto skutočnosť môže zlepšiť regulačný a kontrolný rámec v domácom bankovom sektore. Po tretie, môže prispieť k zvýšeniu kvality poskytovaných úverov, keďže zvýšením otvorenosti ekonomiky by sa mal vplyv vlády na finančný sektor znížiť. Po štvrté, zahraničné banky môžu napomôcť zavedenie nových finančných nástrojov a technológií na domácom finančnom trhu, čo môže viesť k zvýšeniu konkurencieschopnosti a zvýšeniu kvality finančných služieb. Prítomnosť zahraničných bánk môže taktiež posilniť pocit stability a bezpečnosti domáceho finančného systému v prípade, že by sa vkladatelia začali obávať o solventnosť domácich bánk.

Prítomnosť väčšieho počtu zahraničných bánk na domácom finančnom trhu zvyšuje konkurenciu a zdá sa, že vedie aj k zníženiu tak režijných nákladov, ako aj ziskov bánk. Podobne možno očakávať zvýšenie alokačnej efektívnosti v oblasti kapitálového trhu. Rozvoj finančného sektora prináša nasledujúce efekty:

- vytvára priestor na prorastové efekty spojené s prílevom PZI<sup>8</sup> (pozri [6]),
- zlepšuje prorastové pôsobenie portfóliových majetkových tokov<sup>9</sup> (pozri [1]),
- vytvára pozitívny vplyv na makroekonomickú stabilitu, ktorá potom spätne vplýva na objem a štruktúru kapitálových tokov (pozri [15]),
- zmierňuje negatívne pôsobenie šokov, a tým pomáha redukovat' makroekonomickú volatilitu.<sup>10</sup>

Ekonomické krízy na rozvíjajúcich sa trhoch opätovne zdôraznili potrebu dobre rozvinutých a regulovaných finančných trhov počas procesu finančnej integrácie.

#### 4.2. Kvalita inštitúcií a ich riadenia

Ďalšou oblasťou, ktorá môže byť predmetom skúmania v rámci súbežných efektov, je vzťah finančnej liberalizácie a riadenia podnikov. Kvalita inštitúcií zohráva významnú úlohu nielen pri determinácii prínosov finančnej integrácie, ale aj pri určení stupňa samotnej finančnej integrácie. Má významný vplyv na štruktúru kapitálových tokov prúdiacich do rozvíjajúcej sa ekonomiky, čo predstavuje ďalší kanál, prostredníctvom ktorého sa ovplyvňuje makroekonomický vývoj.

<sup>8</sup> Rozvinutý domáci finančný sektor môže poskytnúť potrebnú kredibilitu domácim firmám, ktoré na využitie technologických efektov spojených s prílevom PZI potrebujú získať finančné prostriedky.

<sup>9</sup> Rozvinutý domáci finančný sektor pomáha zvyšovať efektívnosť rozhodnutí o alokácii zahraničných majetkových finančných tokov medzi domáce konkurenčné investičné projekty.

<sup>10</sup> Z pohľadu teórie rozvinuté finančné trhy umožňujú prostredníctvom rozšírenia spektra príležitostí diverzifikáciu podnikateľského rizika, čo umožňuje znížiť negatívne pôsobenie prípadných šokov a pomáha obmedziť makroekonomickú volatilitu.

Práve kvalita inštitúcií sa spravidla považuje za kľúčový faktor, ktorý ovplyvňuje kapitálové toky do rozvíjajúcej sa ekonomiky. Dôsledkom finančnej liberalizácie môžu byť dokonca aj toky kapitálu, ktoré budú prúdiť z kapitálovo poddimenzovanej (a zle riadenej) ekonomiky do vyspelej ekonomiky. Inštitucionálne indikátory a indikátory riadenia inštitúcií majú významný vplyv na prílev priamych zahraničných investícií.

Štruktúra kapitálových tokov má obvykle významnú schopnosť predvídať menové krízy. Podiel PZI na celkovom príleve kapitálu do ekonomiky je negatívne asociovaný s pravdepodobnosťou vzniku menových kríz. Iné rozmery štruktúry kapitálu predstavuje časová štruktúra zahraničného dlhu (čím väčší je podiel krátkodobého dlhu, tým väčšia je pravdepodobnosť vzniku krízy) a menová štruktúra zahraničného dlhu (čím väčší je podiel dlhu denominovaného v cudzej mene, tým väčšia je pravdepodobnosť vzniku krízy).

#### ***Riadenie podnikov***

Zahraniční investori môžu disponovať schopnosťami a informačnými technológiami, ktoré im ako lokálnym investorom umožňujú efektívnejšie monitorovať manažment podniku. Globalizácia tiež prispieva k transformácii podnikovej kontroly – zvyšuje sa monitorovanie manažérov súčasných akcionárov, a to aj zo strany potenciálnych zahraničných záujemcov o danú spoločnosť.

Zvýšená zahraničná konkurencia tak obvykle vedie k zvýšenej kvalite riadenia podnikov. Priame zahraničné investície prichádzajúce z krajiny s dobre regulovaným a kontrolovaným finančným sektorom môžu na rozvíjajúcich sa trhoch pozitívne prispieť k inštitucionálnemu rozvoju a kvalitnejšiemu podnikovému riadeniu.

#### ***Riadenie verejných inštitúcií a korupcia***

V oblasti verejných inštitúcií je rovnako zrejماً prepojenosť s pôsobením finančnej liberalizácie (v oblasti korupcie, byrokracie, transparentnosti vládnych politík a pod.). Samozrejme, špecifiká riadenia podnikov a verejných inštitúcií sú vzájomne úzko prepojené.

Finančná integrácia pomáha uskutočňovať štruktúrne zmeny, a tým aj nevyhnutné reformy v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Ak sa v ekonomike uvoľní cezhraničný pohyb tovaru a kapitálu, väčšinou to vedie k oslabeniu protireformných snáh v určitých oblastiach, čím sa podporí rozvoj finančného sektora.

### **4.2. Makroekonomické politiky**

Vzhľadom na to, že liberalizácia kapitálového účtu robí krajinu zraniteľnejšou voči náhlým zmenám investorských očakávaní, môže byť takáto situácia vhodným signálom na zlepšenie makroekonomickej politiky.

### ***Monetárna a fiškálna politika***

Skutočnosť, že určité obdobie finančnej liberalizácie bolo spojené s dezinflačnými trendmi takmer vo všetkých ekonomikách na svete, viedla mnohých autorov k úvahám, že práve finančná liberalizácia zlepšuje výsledky monetárnej politiky. Globalizácia viedla k zvýšeniu konkurencie na trhoch tovarov a pracovných síl (čo prispelo k zníženiu cien statkov, zvýšeniu miezd a k cenovej flexibilitě), a v dôsledku toho boli reálne efekty monetárnej politiky relatívne nižšie a nestále.

V každom prípade sa zdá, že finančná otvorenosť komplikuje implementáciu monetárnej politiky v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Napríklad globalizácia zvyšuje neistotu vzhľadom na vývoj produkčnej medzery (zvyšuje citlivosť na šoky v oblasti produktivity prichádzajúce zo zahraničia), inflačnú medzeru (prostredníctvom vplyvu prílevu kapitálu na ceny aktív) a monetárny transmisný mechanizmus (centrálne banky majú nižší dosah na operácie domácich komerčných bánk). Avšak to, či tieto faktory spôsobujú zlepšenie výsledkov monetárnej politiky, nie je určité.

Krajiny s vysokým stupňom finančnej otvorenosti majú tendenciu vykazovať lepšie výsledky monetárnej politiky v oblasti inflácie. Na druhej strane, systematická prepojenosť medzi stupňom finančnej otvorenosti a vhodnejšími fiškálnymi politikami neexistuje.

## **5. Podmienené efekty finančnej liberalizácie**

V tejto časti sa zameriame na analýzu oblastí, ktoré zohrávajú významnú úlohu pri formovaní efektov finančnej liberalizácie na makroekonomické výsledky. Ide o tieto oblasti: rámec pre makroekonomické politiky a obchodná integrácia. Obe tieto faktory ovplyvňujú ekonomický rast. Nás bude zaujímať, akým spôsobom tieto faktory prispievajú k efektom nazývaným *finančná integrácia*.

### **5.1. Makroekonomická politika a finančná liberalizácia**

Empirické štúdie naznačujú, že kvalita domácej makroeconomickej politiky má významný vplyv tak na štruktúru prílevu kapitálu, ako aj na citlivosť voči krízam. Liberalizácia kapitálového účtu prebehne obvykle úspešne, ak je implementovaná do prostredia s podporou vhodnej fiškálnej, monetárnej a kurzovej politiky.

#### ***Režim výmenného kurzu***

Režim pevného výmenného kurzu v princípe predstavuje transparentnú a kredibilnú menovú kotvu, ktorá je dôležitým faktorom pre množstvo rozvíjajúcich sa ekonomík. V takomto prípade má ale stabilita pomerne vysokú cenu – stratu menovej nezávislosti.

Substitučný vzťah medzi monetárnou stabilitou a nezávislosťou tak vytvára priestor na voľbu, pričom je pomerne ťažké stanoviť jednoznačný záver. Otvorený kapitálový účet vytvára väčšie bremeno pre ostatné politiky a štrukturálne črty ekonomiky (napr. celkový output a flexibilitu trhu práce). Pre ekonomiky so slabším finančným systémom nepredstavuje otvorený kapitálový účet a pevný výmenný kurz vhodnú kombináciu. Rigidný systém pevného výmenného kurzu môže vystaviť ekonomiku výraznejšej citlivosti voči krízam v čase, keď dôjde k otvoreniu jej kapitálových trhov. Ak by ekonomiky, ktoré boli v 90. rokoch vystavené finančnými krízami (napr. Mexiko, Rusko, Brazília a pod.), nemali zavedený systém pevných kurzov, mohli byť dôsledky vzniknutých kríz podstatne nižšie, resp. tieto krajiny sa im mohli úplne vyhnúť.

Na druhej strane literatúra nekonštatuje, že pevné výmenné kurzy treba vnímať ako problém pre krajiny, ktoré sa nachádzajú v počiatočných fázach rozvoja domáceho finančného systému, resp. ešte nie sú pripravené na medzinárodnú liberalizáciu svojich kapitálových trhov. Chudobnejším rozvíjajúcim sa ekonomikám, zdá sa, vyhovuje aplikácia systému relatívne pevného výmenného kurzu v podmienkach rýchleho ekonomického rastu a nízkej inflácie.

Pre rozvíjajúce sa ekonomiky nie je štandardný spôsob merania makroekonomickej výkonnosti nevyhnutne spojený s charakterom systému výmenných kurzov. Na druhej strane pravdepodobnosť vzniku finančných kríz je pre krajiny s pevným, resp. takmer pevným výmenným kurzom, vyššia.

A preto sa pre rozvíjajúce sa ekonomiky ako krátkodobá stratégia odporúča kombinácia systému pevných výmenných kurzov so stanoveným pásmom oscilácie, resp. s kľavými zmenami parít spolu s vhodne stanovenými limitami pre mobilitu kapitálu. Udržanie systémov s voľne pohyblivými kurzami, resp. pevnými kurzami bez možnosti oscilácie spolu s otvoreným kapitálovým účtom si vyžaduje silné inštitúcie, predovšetkým vo vzťahu k regulácii a dohľadu nad finančným trhom.

## **5.2. Vzťah medzi funkčnou otvorenosťou a finančnou otvorenosťou ekonomiky**

Funkčná otvorenosť so sebou zväčša prináša významnejšie pozitíva v porovnaní s finančnou integráciou. Takisto prispieva k zníženiu pravdepodobnosti vzniku kríz spojených s finančnou otvorenosťou, pričom má v prípade vzniku kríz vzniknuté náklady relatívne znížiť. Aj z týchto dôvodov sa funkčnej otvorenosti v porovnaní s finančnou integráciou prikladá väčší význam.

Obchodná integrácia má schopnosť znižovať pravdepodobnosť vzniku finančných kríz spojených s náhlymi zmenami vo vývoji na bežnom účte. Menej otvorené ekonomiky musia podstúpiť reálne znehodnotenie výmenného kurzu, aby jeho nová úroveň odrážala zmenu na bežnom účte. Samotná zmena na bežnom

úcte pri menej otvorených ekonomikách môže výraznejšie ovplyvniť zmenu zahraničnej platobnej pozície ekonomiky.

Obchodná integrácia tiež zohráva významnú úlohu znižovaním negatívnych dopadov finančných kríz na output a napomáha obnovenie ekonomiky z finančnej krízy. Reálne náklady finančnej krízy závisia od stupňa otvorenosti ekonomiky, pretože v prípade menej otvorených ekonomík musia krajiny prejsť väčšou kontrakciou agregátneho dopytu a/alebo väčšími zmenami v reálnom výmennom kurze, aby sa tak prispôbili vzniknutým šokom. Obchodná integrácia môže pomôcť rozvíjajúcim sa ekonomikám prostredníctvom exportu rýchlejšie prekonať recesiu, keďže vyvolané znehodnotenie výmenného kurzu bude mať významnejší vplyv na úroveň príjmov z exportu ako v prípade menej otvorených ekonomík. Príjmy z exportu takisto pomáhajú prefinancovať zahraničný dlh, ktorý v prípade mnohých rozvíjajúcich sa ekonomík dosahuje významnú úroveň.

Ekonomiky s väčšou obchodnou otvorenosťou sú v prípade náhlych problémov na bežnom úcte vystavené menším negatívnym dopadom na ekonomický rast.

### 5.3. Implikácie

Analýza faktorov ovplyvňujúcich hodnotenie finančnej liberalizácie naznačuje existenciu určitých predpokladov, podmienok, ktoré v prípade konkrétnej ekonomiky vplyvajú na jej celkový efekt. Poznáme podmienené efekty finančnej liberalizácie v rôznych oblastiach.

Avšak nie je k dispozícii ucelený rámec na hodnotenie relatívnej dôležitosti každej z relevantných podmienok, ako aj vzájomných vzťahov medzi jednotlivými podmienkami. Jeho existencia by pomohla na základe konkrétnych priorit jednotlivej krajiny zohľadniť vlastné predstavy o očakávaných efektoch z finančnej integrácie.

Otvorenie kapitálového účtu môže „nepripravenej“ ekonomike s nedostatočne rozvinutým finančným trhom, so slabými inštitúciami alebo s rôznymi makroekonomickými nerovnováhami spôsobiť významné škody.

Jednotlivé predpoklady závisia od stupňa samotnej integrácie. Vyspelé ekonomiky, ktoré sú podstatne viac integrované do globálnych finančných trhov, sú schopné efektívnejšie využiť medzinárodné kapitálové toky na zvýšenie celkovej vlastnej produktivity výrobných faktorov, ako aj efektívnejšie zdieľanie dôchodkového rizika než rozvíjajúce sa ekonomiky.

Zatiaľ čo makroekonomická volatilita má negatívny dopad na ekonomický rast, v prípade otvorenejších ekonomík je tento efekt menej výrazný. Ekonomiky, ktoré sú z hľadiska obchodu a finančných tokov viac otvorené, sú schopné absorbovať relatívne vyšší stupeň volatility (za inak nezmenených okolností) ako menej rozvinuté ekonomiky.

## Záver

Vyjadrenie rozsahu integrácie krajín do globálnych finančných trhov je dôležitou, ale náročnou záležitosťou. Aj keď v prípade mnohých krajín nie je možné jednoznačne identifikovať podklady na podporu prorastových efektov liberalizácie kapitálového účtu, mnohé štúdie ukázali pozitívne výsledky. Na druhej strane je potrebné pripomenúť, že za určitých okolností môže liberalizácia kapitálového účtu prispieť k zvýšeniu zraniteľnosti krajiny voči finančným krízam.

Štruktúra kapitálových tokov má výrazný vplyv na prorastové efekty finančnej liberalizácie. Štúdie vychádzajúce z makroekonomických a mikroekonomických údajov dokazujú pozitívny vplyv liberalizácie trhu s majetkovými cennými papiermi na rast outputu. Priame zahraničné investície predstavujú formu kapitálových tokov s najvýznamnejšími pozitívnymi efektmi na ekonomický rast. Hoci na makroekonomickej úrovni je pomerne ťažké jednoznačne dokladovať pozitívny vplyv PZI, štúdie vychádzajúce z mikroekonomických údajov naznačujú pozitívny vplyv na rast outputu a produktivity, predovšetkým prostredníctvom efektov na vertikálnej úrovni v rámci národného hospodárstva.

Popri tradičných kanáloch, ako je efektívna alokácia kapitálu a príležitosť na medzinárodné zdieľanie rizika, rastové a stabilizačné efekty finančnej liberalizácie sa realizujú prostredníctvom skupiny súbežných efektov, napríklad rozvoja finančného trhu, zvýšenia kvality inštitúcií a ich riadenia, makroekonomickej disciplíny a pod. Tieto súbežné efekty ovplyvňujú ekonomický rast a stabilitu nepriamo, pretože makroekonomické efekty nemusia byť jednoznačne viditeľné v krátkom období.

Rôzne podmienky zohrávajú významnú úlohu pri hodnotení ekonomických efektov spojených s finančnou liberalizáciou. Niektoré kľúčové predpoklady sa vzťahujú na úroveň vyspelosti domácich finančných trhov, kvalitu inštitúcií a riadenie podnikov, charakter makroekonomických politík (vrátane systému výmenného kurzu) a rozsah funkčnej otvorenosti krajiny. Ekonomiky ktoré spĺňajú tieto predpokladané podmienky, sú schopné významnejším spôsobom profitať z procesu finančnej liberalizácie.

## Literatúra

- [1] BEKAERT, G. – HARVEY, C. R.: Does Financial Liberalization Spur Growth. *Journal of Financial Economics*, 77, 2005, č. 1, s. 3 – 55.
- [2] EDISON, H. J. – KLEIN, M. — RICCI, L. – SLOK, T.: Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis. [IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2.] Washington: International Monetary Fund 2004.
- [3] EDWARD, S.: Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals. [NBER Working Paper, No. 11170.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research 2005.
- [4] GONDA, V.: Európska menová únia v kontexte globalizačných procesov svetového hospodárstva. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 54, 2006, č. 4, s. 352 – 367.
- [5] GRILLI, V. – MILESI-FERRETTI, G. M.: Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. [Staff Papers, Vol. 42, No. 3 (September), pp. 517 – 551.] Washington: International Monetary Fund 1995.



- [6] HERMES, N. – LENSINK, R.: Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Studies*, 40, 2003, č. 1, s. 142 – 63.
- [7] CHINN, M. – ITO, H.: What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81, 2005, č. 1 s. 163 – 192.
- [8] International Monetary Fund: International Financial Statistics Online.  
<<http://ifs.apdi.net/imf/logon.aspx>>.
- [9] IŠA, J.: Riziká európskej menovej únie. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 53, 2005, č. 6, s. 559 – 575.
- [10] JOHNSTON, R. B. – TAMIRISA, N.: Why Do Countries Use Capital Controls? [IMF Working Paper, 98/181.] Washington: International Monetary Fund 1998.
- [11] KLEIN, M. – OLIVEI, G.: Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. [Working Paper.] Medford, MA: Tufts University 2006.
- [12] KRUGMAN, P.: Saving Asia: It's Time to Get Radical. *Fortune*, September 7, 1998, s. 74 – 80.
- [13] KRUGMAN, P.: Crises: The Price of Globalization? [Paper presented at 2000 Symposium on Global Economic Integration.] Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City 2002.
- [14] LANE, R. – MILESI-FORRETTI, G. M.: 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 2006.
- [15] LARRAIN, B.: Financial Development, Financial Constraints, and the Volatility of Industrial Output. [Public Policy Discussion Paper, 04–6.] Boston: Federal Reserve Bank 2004.
- [16] LISÝ, J. – MUCHOVÁ, E.: Formovanie a fungovanie Európskej menovej únie ako otvorený teoretický problém. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 52, 2004, č. 4, s. 429 – 448.
- [17] LUCAS, R. E., Jr.: *Models of Business Cycles*. Oxford: Basil Blackwell 1987.
- [18] MINIANE, J.: A New Set of Measures on Capital Account Restrictions. [IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2, pp. 276 – 308.] Washington, DC: International Monetary Fund 2004.
- [19] MISHKIN, F.: Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. [NBER Working Paper, No. 8087.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research 2001.
- [20] MODY, A. – MURSHID, A. P.: Growing Up With Capital Flows. *Journal of International Economics*, 65, 2005, č. 1, s. 249 – 266.
- [21] OECD: Statistics v3.2 – Frequently Requested Statistics.  
<[http://www.oecd.org/document/15/0,2340,en\\_2825\\_293564\\_1873295\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/15/0,2340,en_2825_293564_1873295_1_1_1_1,00.html)>.
- [22] OBSTFELD, O.: The Global Capital Market: Benefactor or Menace. *Journal of Economic Perspectives*, 12 (Fall), 1998, s. 9 – 30.
- [23] POLOUČEK, S. (ed.) *Reforming the Financial Sector in Central European Countries*. Houndmills/Basingstoke/Hampshire: Palgrave Macmillan Publishers 2004. 248 s. ISBN 1-4039-1546-6.
- [24] QUINN, D.: The Correlates of Changes in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91, September, 1997, s. 531 – 551.
- [25] RODRIK, D.: Who Needs Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance*, 1998, č. 207.
- [26] STIGLITZ, J.: Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, 28, 2000, č. 6, s. 1075 – 1086.
- [27] STIGLITZ, J.: *Globalization and Its Discontents*. New York: W. W. Norton and Company 2002.
- [28] STULTZ, R.: International Portfolio Flows and Security Markets. *International Capital Flows*. [NBER Conference Report Series, pp. 257 – 293.] Chicago/London: University of Chicago Press 1999.
- [29] STAVÁREK, D. – POLOUČEK, S.: *The Financial Sector in the Enlarging European Union*. 1st ed. Newcastle: Cambridge Scholars Press 2006. 235 s. ISBN 1-84718-020-5.
- [30] VOJTOVIČ, S. – KRAJŇÁKOVÁ, E.: Nezamestnanosť a ekonomický rast. *Sociálno-ekonomická revue*, 1, 2003, č. 1, s. 118 – 125.
- [31] WAGNER, H.: Implications of Globalization for Monetary Policy. [Working Paper.] Hagen: University of Hagen 2002.
- [32] WEI, S. J. – WU, Y.: Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises. In: EDWARDS, S. and FRANKEL, J. (ed.): *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Chicago: University of Chicago Press 2002, s. 461 – 501.