

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TADEJA GRAČNER

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**INSTITUCIONALNE DETERMINANTE VPLIVA
MEDNARODNE FINANČNE INTEGRACIJE NA RAST**

Ljubljana, maj 2008

TADEJA GRAČNER

IZJAVA

Študentka **Tadeja Gračner** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **dr. Igorja Mastena**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20.5.2008

Podpis: _____

Kazalo vsebine

UVOD	1
1 FINANČNI SISTEM.....	3
1.1 FINANČNI TRGI	3
1.2 FINANČNE INSTITUCIJE	4
1.3 FINANČNI INSTRUMENTI	6
2 FINANČNA INTEGRACIJA IN GOSPODARSKA RAST.....	6
2.1 FINANČNA INTEGRACIJA.....	6
2.2 GOSPODARSKA RAST	7
2.3 VPLIVI FINANČNE INTEGRACIJE	8
2.3.1 <i>Pozitivni vplivi finančne integracije.....</i>	<i>8</i>
2.3.2 <i>Negativni vplivi finančne integracije</i>	<i>11</i>
2.3.3 <i>Problem robustne povezave finančna integracija-gospodarska rast.....</i>	<i>12</i>
2.4 LUCASOV PARADOKS.....	15
3 EMPIRIČNA ANALIZA	16
3.1 NAMEN EMPIRIČNE ANALIZE IN PODATKI	16
3.2 MODEL FIKSNIH UČINKOV	17
3.3 DINAMIČNI MODEL PANELNIH PODATKOV	19
4 REZULTATI VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA RAST.....	21
4.1 OCENA SPLOŠNE ENAČBE	21
4.2 VPLIV FINANČNE INTEGRACIJE PO REGIJAH	23
4.3 INSTITUCIONALNE DETERMINANTE IN NJIHOV POMEN	27
4.3.1 <i>Analiza institucionalnih determinant – rezultati.....</i>	<i>30</i>
SKLEP.....	43
LITERATURA IN VIRI.....	46

Kazalo slik

Slika 1: Delitev finančnih institucij	5
Slika 2: Privatni kapitalski tokovi na trge v razvoju in rast realnega BDP	26
Slika 3: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - fleksibilnost in pripravljenost okolja na spremembe in nove izzive	30
Slika 4: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - enostavnost poslovanja	31
Slika 5: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - podpora zakonodaje pri vzpostavljanju podjetij	32
Slika 6: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - učinkovitost zakonodaje pri podpiranju povečevanja konkurenčnosti	33
Slika 7: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - učinkovitost birokracije	34
Slika 8: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - transparentnost finančnih institucij	35
Slika 9: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - investicijsko tveganje	36
Slika 10: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - politična stabilnost držav	37
Slika 11: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - bonitetna ocena države	37
Slika 12: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - zadostnost in razpoložljivost zunanjega financiranja	38
Slika 13: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - transparentnost vladnih politik	39
Slika 14: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - dostopnost bančnih posojil	40
Slika 15: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - učinkovitost preprečevanja neprave konkurence	41
Slika 16: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - prisotnost korupcije	42

Kazalo tabel

Tabela 1: <i>Finančna integracija in gospodarska rast – GMM analiza, splošna enačba</i>	22
Tabela 2: <i>Razporeditev držav po regijah</i>	23
Tabela 3: <i>Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah</i>	25
Tabela 4: <i>Pregled opisnih spremenljivk</i>	28

Kazalo prilog

Priloga 1: <i>Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast – tržna kapitalizacija</i>	1
Priloga 2: <i>Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast – posojila</i>	2
Priloga 3: <i>Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – FD</i>	3
Priloga 4: <i>Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – FN</i>	4
Priloga 5: <i>Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – L</i>	5
Priloga 6: <i>Prikaz kapitalskih tokov po regijah</i>	6

Uvod

»Liberalizacija kapitalskih trgov resnično ostaja ena bolj kontroverznih in najmanj jasnih politik današnjega časa.« (Barry Eichengreen)

S pomenom finančnega sistema sta se ukvarjala že W. Bagehot in J. Schumpeter, ne nazadnje se pomen financ povezuje že z obdobjem industrijske revolucije. Vprašanje, ali finančno bolj odprte države rastejo hitreje kot zaprte in neintegrirane, ostaja predmet številnih razprav in raziskav še danes. Po eni strani strokovnjaki poudarjajo pozitiven vpliv finančne integracije na rast držav, po drugi pa menijo, da je šel proces finančne liberalizacije predaleč in za sabo pustil preveč poražencev, predvsem v zadnjem obdobju večjih finančnih kriz. Tako empirične raziskave, precejšnji teoretični podpori navkljub, še vedno podajajo mešane in nerobustne rezultate o povezavi med finančno integracijo in njenim vplivom na gospodarsko rast.

Namen diplomskega dela je dokazati neenakomernost in nelinearnost učinkov mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast, in sicer v primeru različno finančno integriranih in razvitih regij ter različne razvitosti njihovega institucionalnega okvira. Posredno sem želela poudariti tudi kompleksnost procesa finančne integracije pri določanju njegovega pozitivnega oziroma negativnega vpliva na gospodarsko rast.

Predmet diplomskega dela je mednarodna finančna integracija in njen vpliv na gospodarsko rast glede na različne regije ter razvitost institucionalnega okvira le-teh. Prvi empirični del analize je namenjen preverjanju tega vpliva v različnih svetovnih regijah. Raziskave nekaterih avtorjev namreč poudarjajo, da je mejna koristnost finančne integracije razvitih držav nižja v primerjavi z nerazvitimi. Posledično sem pričakovala pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v manj razvitih regijah. Drugi del empirične analize je namenjen preverjanju vpliva finančne integracije na gospodarsko rast glede na razvitost institucij v državah. Več avtorjev poudarja pomen institucij, saj naj bi njihova razvitost prek učinkovitejše absorpcije prednosti finančne integracije ter večje odpornosti in pripravljenosti integriranih držav na zunanje šoke in ostale pasti finančne integracije pozitivno vplivala na gospodarsko rast.

Empirična analiza temelji na bazi panelnih podatkov 54 držav za obdobje 1996 - 2006. Države so zaradi analize vpliva finančne integracije na rast glede na regije razdeljene na pet regij: Latinska Amerika, države jugovzhodne Azije, tranzicijske države, države Evropske unije ter regija »ostalo«. Gospodarska rast je merjena z realno rastjo bruto domačega proizvoda, glavna mera finančne integracije, uporabljena v tej analizi, pa je vsota tujih sredstev in obveznosti države glede na njen bruto domači proizvod. V diplomskem delu je glavna mera razvitosti finančnega sistema vsota tržne kapitalizacije in domačih posojil, pridobljenih od bančnega sektorja, glede na bruto domači proizvod. Empirična analiza zaradi dinamičnosti procesa

finančne integracije in gospodarske rasti temelji na dinamičnem modelu panelnih podatkov, ki ga ocenjujem s pomočjo posplošene metode momentov.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri vsebinske sklope. V prvem sklopu so predstavljeni glavni elementi finančnega sistema: finančni trgi, finančne institucije ter finančni instrumenti. Učinkovito delovanje omenjenih elementov naj bi olajšalo izvajanje procesa finančne integracije. Drugo poglavje definira proces mednarodne finančne integracije in gospodarske rasti. Pri tem so poudarjene tako prednosti kot slabosti finančne integracije, saj te med drugim predstavljajo enega izmed vzrokov za mešane rezultate pri preverjanju povezave med finančno integracijo in gospodarsko rastjo. V tem delu diplomskega dela so posebej predstavljena tudi mnenja številnih ekonomistov o tem, kaj je lahko vzrok za nerobustne rezultate.

V drugem poglavju je večji poudarek predvsem na konceptu neoklasične teorije rasti. Z njeno neveljavnostjo se po drugi svetovni vojni ukvarja predvsem Robert Lucas, ki je znan po tako imenovanem Lucasovem paradoksu. Ta poudarja pomen nemerljivih dejavnikov pri vplivanju finančne integracije na gospodarsko rast, kot so učinkovitost institucij, fleksibilnost okolja, ljudi, izobraženost delavcev, možnost prelivanja znanj v tehnološki napredek, transparentnost informacij in podobno.

V tretjem poglavju diplomskega dela je predstavljena metodologija dela. Sledila sem zgledu raziskav Edisona, Levina, Riccija in Sloka (2002) ter Coricellija, Brezigar-Masten in Mastena (2007). Ti so v svojem delu uporabili dinamične modele panelnih podatkov s stalnimi učinki, ki so jih ocenili s pomočjo posplošene metode momentov, s katero se najprej odstranijo fiksni učinki, nato pa dobimo konsistentne ocene regresijskih koeficientov z dodajanjem odloženih pojasnjevalnih spremenljivk na desno stran enačb.

Četrto poglavje predstavlja rezultate izvedenih analiz. Prikazala sem nelinearnost učinkov finančne integracije na gospodarsko rast po posameznih regijah. Nelinearnost sem predpostavila tako v meri finančne integracije kot tudi v meri razvitosti finančnega sistema.

Večji del četrtega poglavja je namenjen analizi vpliva institucionalnih determinant finančne integracije na gospodarsko rast. Izbranih je 14 kvalitativnih spremenljivk, katerih ocene določajo razvitost institucionalnega okvira posameznih držav, pri čemer je izbira slednjih med drugim temeljila na teoriji Lucasovega paradoksa. Predpostavljam nelinearne vplive finančne integracije na gospodarsko rast glede na različno razvitost institucij v državah. Države s slabšimi ocenami razvitosti institucionalnih dejavnikov naj bi beležile negativen, države z višjimi ocenami pa pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast.

V zadnjem delu diplomskega dela so podani grafični prikazi rezultatov empirične analize s komentarji in sklep, ki povzema bistvene ugotovitve.

1 Finančni sistem

Finančni sistem predstavlja del gospodarstva, ki potrošnikom, podjetjem in drugim finančnim institucijam nudi finančne storitve. Tvorijo ga trije glavni elementi, in sicer finančne institucije, finančni instrumenti in finančni trgi (The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction, 2004, str. 6).

Finančni sistem je popolnoma razvit tedaj, ko finančni instrumenti, trgi in posredniki odstranijo probleme asimetričnih informacij ter transakcijske stroške in tako učinkovito izvajajo najpomembnejše funkcije finančnega sistema: ustvarjajo informacije ex ante o možnih investicijah in ustrezni alokaciji kapitala, nadzorujejo investicije ter prispevajo k učinkovitem upravljanju financ v podjetjih, mobilizirajo in učinkovito uporabljajo prihranke ter olajšajo menjavo storitev in dobrin (Levine & Demirguc-Kunt, 2008, str. 10).

Obstaja več kanalov, prek katerih se lahko izrazi razvitost finančnega sistema. Lahko se izrazi preko večje učinkovitosti in konkurenčnosti finančnega sektorja, prek večje razpoložljivosti finančnih storitev in raznolikosti institucij, ki upravljajo finančni sektor, ter prek večje dejavnosti finančnih posrednikov. Razvitost finančnega sistema se lahko pokaže tudi z večjo aktivnostjo v alokaciji kapitala od finančnih institucij v zasebni sektor oziroma z večjimi možnostmi dostopa do finančnih storitev (The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction, 2004, str. 6).

1.1 Finančni trgi

Finančni trgi so opredeljeni kot vsota odnosov med povpraševanjem in ponudbo po finančnih storitvah. Ena izmed funkcij finančnih trgov je omogočiti srečanje in najučinkovitejši dogovor med posojiljemalci in posojilodajalci. Finančni trgi s svojim delovanjem skrbijo za učinkovit prenos zbranih prihrankov od ekonomskih subjektov s finančnimi presežki (suficitne celice) k tistim s finančnimi primanjkljaji (deficitne celice), ki te prihranke potrebujejo za financiranje svojega poslovanja in nadaljnjega investiranja (Prohaska, 2004, str. 3).

Prenos prihrankov lahko poteka posredno ali neposredno. Pri neposrednem prenosu prihrankov govorimo o neposrednih financah, pri posrednem pa o prenosu prihrankov s pomočjo agentskih finančnih institucij ali s pomočjo finančnih posrednikov. Pri neposrednem prenosu prihrankov se izdajajo primarni vrednostni papirji, ki jih izdajatelji prodajo neposredno končnim upnikom. S tem vrednostnim papirjem si izdajatelj zagotovi vračilo prenesenih prihrankov (Saunders & Millon, 2005, str. 13). Posredni prenos prihrankov je predstavljen v poglavju Finančne institucije.

Glede na kriterij zapadlosti finančnih instrumentov se finančni trg deli na denarni trg in na trg kapitala, kjer je rok razlikovanja eno leto. Na denarnem trgu se trguje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti, na trgu kapitala pa z dolgoročnimi. Trg kapitala dalje delimo na trg dolgoročnih posojil oziroma pogodbeni trg, kjer ni vrednostnih papirjev, temveč gre zgolj za bilateralne odnose med posojilojemalci in posojilodajalci in na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev oziroma odprti trg. Slednji predstavlja trg kapitala v ožjem smislu, in sicer v obliki trgovanja z vrednostnimi papirji s stalnim donosom (trg dolžniškega kapitala) in trgovanja z vrednostnimi papirji s spremenljivim donosom (trg lastniškega kapitala) (Peterlin & Repovž, 2000, str. 35). Tako definiran trg kapitala v ožjem smislu se dalje deli še na primarni ali emisijski trg in na sekundarni trg ali trg kapitala v najožjem smislu, ki ga sestavljajo borze in trgovanje prek okenc. Na primarnem trgu se izdajajo novi vrednostni papirji, na sekundarnem pa se trguje z že izdanimi. Z obstojem sekundarnega trga se hkrati zagotavlja likvidnost imetnikom finančnih instrumentov z možnostjo njihove prodaje na borzi.

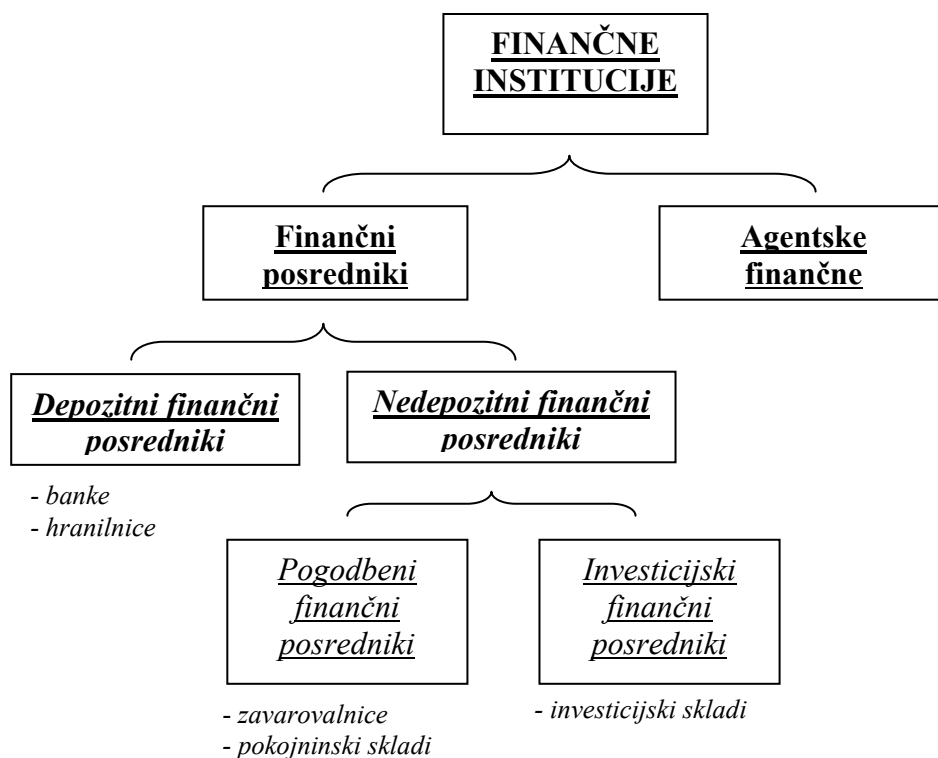
Z geografskega vidika lahko trg kapitala delimo na nacionalni in mednarodni trg kapitala. Na prvem se trguje s finančnimi oblikami nacionalne valute države s strani rezidentov določene države, na drugem pa so predmet trgovanja tako domače kot tuje valute, pri transakcijah pa lahko sodelujejo rezidenti različnih držav (Prohaska, 2004, str. 9 -14).

1.2 Finančne institucije

Finančne institucije učinkovito zmanjšujejo probleme, ki nastanejo pri neposrednem prenosu prihrankov zaradi pomanjkljivih informacij, težav pri iskanju posojilojemalca oziroma nadzoru le-tega, prisotnosti cenovnega tveganja in nezadostne likvidnosti. Uspešno delujejo predvsem pri zagotavljanju likvidnosti, zmanjševanju informacijskih stroškov, ukrepanju na področju denarnih politik, alokacij posojil ter plačilnega prometa (Mishkin, 2003, str. 35). Finančne institucije imajo namreč možnost, da lahko natančneje kot posamezniki ugotovijo, komu posojajo prihranke in s tem uspešno zmanjšujejo problem asimetrije informacij ter narobe izbir. Poleg tega so stroškovno učinkovitejše pri iskanju informacij o potencialnih posojilojemalcih. Ne nazadnje finančne institucije odpravljajo morebitne neuskkljenosti med povpraševanjem in ponudbo finančnih prihrankov, saj upravljajo z večjim premoženjem kot posamezniki, kar poveča nadzor nad upravljanjem le-tega (Ribnikar, 2003, str. 226 - 230).

Finančne institucij se delijo v različne skupine po različnih kriterijih. Prva delitev temelji na denarni teoriji, kjer nas zanima vloga finančnih institucij pri emisiji denarja in njihova uvrščenost v denarni sistem. Posledično finančne institucije po tem kriteriju delimo na denarne in nedenarne (Ribnikar, 2003, str. 270).

Slika 1: Delitev finančnih institucij



Vir: Ribnikar, 2003, str. 229.

Glede na institucionalni kriterij delimo finančne institucije na finančne posrednike in agentske finančne institucije, znane tudi kot institucije trga vrednostnih papirjev. Slednje omogočajo organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji s pomočjo brokerjev in investicijskih bank. Nadaljnjo delitev po tem kriteriju predstavlja slika 1 (Ribnikar, 2003, str. 228 - 229).

Prenos prihrankov prek agentskih institucij je precej enostaven. Agentske institucije posojilojemalcem zgolj posredujejo zbrane informacije o tem, kdo ponuja prihranke in koliko, za to pa zaračunavajo provizijo (Saunders & Millon, 2005, str. 13).

Prenos prihrankov prek finančnih posrednikov je nekoliko bolj zapleten. Najpogostejši finančni posrednik v Evropi so banke. Te zbirajo prihranke tako, da same izdajo finančne oblike oziroma obljube o vračilu prihrankov, dobljenih v denarni obliki. Njihov namen ni zgolj kopičenje prihrankov, temveč posredovanje teh tistim, ki jih potrebujejo. V zameno za prenos prihrankov dobijo banke od podjetij finančne oblike, ki jim obljublajo vračilo izposojenega denarja. Ob zaključku procesa imajo tako banke med terjatvami finančne oblike podjetja, imenovane primarne finančne oblike. Finančne oblike, izdane s strani bank, pa se imenujejo sekundarne finančne oblike (Ribnikar, 2003, str. 166).

1.3 Finančni instrumenti

Finančni instrumenti so finančna aktiva, ki jo izdajo končne deficitne gospodarske celice ali finančni posredniki. Predstavljajo zakonit dogovor, ki določa plačilne pogoje, obveznosti in velikost transakcij v obliki prenosa prihrankov od suficitnih celic do izdajatelja. Poleg obličnosti je ena pomembnejših lastnosti vrednostnih papirjev njihova multilateralnost razmerja, ki zaradi možnosti spremembe lastnika pred dospelostjo terjatev omogočajo likvidnost teh instrumentov. Likvidnost vrednostnih papirjev je izredno pomembna predvsem za investitorje finančnih naložb, saj jim omogoča zamenjavo finančne oblike v denar, kadar je to potrebno. Investitor tako ni prisiljen v vezavo sredstev do njihove zapadlosti. Ker so vrednostni papirji predmet trgovanja na sekundarnem trgu, je razvitost tega trga izredno pomembna pri zagotavljanju želene likvidnosti vrednostnih papirjev (Prohaska, 2004, str. 14 - 16).

Poznamo več vrst finančnih instrumentov. V primeru kriterija narave terjatev poznamo stvarno-pravne (skladiščnica, nakladnica), lastniške (delnice) ali dolžniške (obveznice). Primer izvedenih vrednostnih papirjev iz teh so opcije. Glede na dospelost vrednostne papirje delimo na kratkoročne in dolgoročne. Prvi skrbijo predvsem za uravnavanje likvidnosti v gospodarstvu, funkcija drugih pa je vezana na zbiranje in prenos finančnih prihrankov (Prohaska, 2004, str. 14 - 16).

2 Finančna integracija in gospodarska rast

2.1 Finančna integracija

Finančna integracija je proces, s pomočjo katerega finančni trgi držav preko zmanjševanja ovir med tujimi finančnimi institucijami in njihovim delovanjem postanejo medsebojno povezani (Financial integration, 2008, str. 101).

Druga definicija pravi, da je finančni trg, na katerem se uporabljajo finančni instrumenti in storitve, popolnoma integriran tedaj, ko so vsi potencialni podobni udeleženci na trgu enakovredni in imajo enake možnosti dostopa do finančnih instrumentov in storitev ter sprejemajo enaka pravila v primeru uporabe le-teh. Pomembnejši elementi omenjene definicije poudarjajo neodvisnost finančne integracije od finančnih struktur¹ znotraj posameznih območij, ki lahko tudi po finančni integraciji ostanejo medsebojno različne zaradi starih navad. Druga pomembna značilnost omenjene definicije je, da nasprotja med postopki investiranja ali dostopa do kapitala preko institucij oziroma trga lahko obstajajo tudi po končanem procesu finančne integracije, vendar le dokler so ta simetrična za vse udeležence integracije oziroma posameznih poslov. Tretji pomemben element se nanaša na odsotnost diskriminacije v primeru ponudbe in

¹ Finančne strukture zajemajo finančne posrednike in njihovo medsebojno sodelovanje v primeru pretoka kapitala.

povpraševanja na področju investicij. Popolna integracija zahteva možnost enakega dostopa do bank in trgovanja, tako za povpraševalce po investicijah kot tudi za ponudnike le-teh, ne glede na lokacijo (Baele, Ferrando, Hordahl, Krylova & Monnet, 2004, str. 6).

Tretja definicija finančne integracije se navezuje na zakon ene cene in predstavlja osnovno merilo za razvijanje kvantitativnih meril ocenjevanja finančne integracije. V primeru finančne integracije naj bi ta zakon tudi veljal, saj pravi, da imajo sredstva z enakim tveganjem in donosom enako ceno, ne glede na prostor trgovanja (Guiso, Jappelli, Padula & Pagano, 2004, str. 326). Odstopanje od zakona ene cene pomeni možnost za arbitražo, ki pa v primeru odsotnosti diskriminacije investorjev dolgoročno tako ali tako privede do zakona ene cene. Problem je torej predvsem v nadzoru diskriminacije, saj se zakon ene cene v praksi preverja zgolj z že znanimi instrumenti, ne pa tudi s tistimi, ki jih ni na seznamu. Tako se lahko zgodi, da zakon ene cene velja tudi v odsotnosti finančne integracije. Posledično je takšna definicija bolj splošna definicija finančne integracije (Baele et al., 2004, str. 7).

2.2 Gospodarska rast

O **gospodarski rasti** kot makroekonomski kategoriji ter osrednjem ekonomskem in političnem cilju lahko govorimo kot o kratkoročnem pojmu z dolgoročnim učinkom. Ko govorimo o gospodarski rasti, mislimo predvsem na kvantitativne spremembe, saj gospodarsko rast večinoma merimo glede na rast realnega bruto domačega proizvoda oziroma glede na rast realnega bruto domačega proizvoda na prebivalca. Gospodarsko rast bi lahko opredelili tudi kot rast kakovosti gospodarstva v smislu pozitivne spremembe ekonomskega stanja (Senjur, 2002, str. 6 - 8).

Poznamo *klasično teorijo rasti* Adama Smitha, Thomasa R. Malthusa in Davida Ricarda, ki kot glavni dejavnik gospodarske rasti navajajo akumulacijo kapitala. Ta naj bi namreč pripomogla k večji produkciji, dobičkom, posledično višjim prihrankom in s tem nadaljevanju akumulacije kapitala. Adam Smith je kot pomemben dejavnik gospodarske rasti navedel količino in produktivnost dela v odvisnosti od njegove specializacije, pogojene s kapitalom. Večja produktivnost naj bi vplivala na večji proizvod, ta pa na večjo akumulacijo kapitala na eni strani, na drugi pa na večjo porabo, ta pa zopet na večanje domačega proizvoda. Ricardo je poudarjal pomen padajočih donosov zaradi omejenosti zemlje in rasti prebivalstva in videl rešitev omejenosti teh faktorjev v mednarodni menjavi. Malthus pa se je opiral predvsem na proizvodne faktorje in agregatno povpraševanje. Že klasiki so poudarjali pomen institucij (Sušjan, 2002, str. 39 - 40).

Keynesova teorija rasti se opira na agregatno povpraševanje in njegove komponente. Bistvo keynesianske teorije temelji na analizi razdelitve, kjer ključno vlogo igra stopnja dobička. Ta vzporedno s tehnološkim napredkom določa ravnotežno stopnjo rasti. Omenjena teorija močno

poudarja tudi vlogo države, kjer si ekonomska politika kratkoročno prizadeva za povečanje agregatnega povpraševanja na raven agregatne ponudbe in s tem vzpostavitve polne zaposlenosti, dolgoročno pa želi razvojna politika zagotoviti povečanje proizvodne zmogljivosti in posledično ohraniti agregatno ravnotežje (Senjur, 1993, str. 271).

Najbolj znana predstavnika *neoklasične teorije rasti* sta Robert Solow in Trevor Swan, ki sta tudi avtorja Solow-Swanovega neoklasičnega modela rasti. V njem dokazujeta, da bo v svetu ob stabilizaciji in izenačenju stopenj rasti prebivalstva prišlo do izenačevanja stopenj rasti. Teoretično naj bi bilo namreč mogoče, da revne države ujamejo bogate, če le povišajo stopnjo varčevanja (Redek, 2001, str. 98 - 99). Po neoklasični teoriji je gospodarska rast posledica dolgoročnega vpliva investicij, razvoja delovne sile in tehnoloških sprememb.

Pomembnejši prispevek k sodobnim teorijam rasti sta dodala tudi Roy Harrod ter E. Domar. Njuni teoriji o uravnoveženi in eksponentni rasti sta razloženi tako s strani povpraševanja (Harrod) in ponudbe (Domar), zato večkrat govorimo kar o Harrod-Domarjevem modelu. Avtorja sta izhajala iz različnih domnev, vseeno pa sta ugotovila, da je stopnja rasti odvisna od razmerja med stopnjo varčevanja in učinkovitostjo gospodarstva (Sušjan, 2002, str. 5-6).

2.3 Vplivi finančne integracije

Z empiričnimi študijami še niso dokazali trajne robustne povezave med finančno integracijo in gospodarsko rastjo, zato je to področje vedno znova zanimivo za številne raziskovalce. V naslednjih poglavjih je predstavljenih nekaj prednosti in slabosti, ki jih s sabo prinaša proces mednarodne finančne integracije, predstavljenih pa je tudi nekaj možnih pojasnil za statistično neznačilne rezultate.

2.3.1 Pozitivni vplivi finančne integracije

Mednarodna finančna integracija vpliva na gospodarsko rast prek različnih kanalov. Neposredna povezava lahko poteka prek tako imenovanega investicijskega kanala. Ta se nanaša na pritoke tujih prihrankov, ki povečajo investicije in posledično gospodarsko rast. V primeru odprte ekonomije se upoštevanje tega kanala lahko podpre s teorijo neoklasičnega modela rasti. Po predpostavkah neoklasikov obstajajo dobri teoretični argumenti za pozitivno povezavo med finančno integracijo in ekonomsko rastjo, predvsem za države v razvoju, in sicer zaradi učinkovite mednarodne alokacije sredstev (kapitala). Omenjena teorija predpostavlja selitev kapitalskih tokov s področij nižje mejne donosnosti (bogate države) na področja z višjo mejno donosnostjo kapitala (revne države). Ob predpostavki, da tehnološki napredek in delovna sila ostaneta na enaki ravni, naj bi ustrezno alocirani kapital rezultiral v višji gospodarski rasti (Schularick & Steger, 2007, str. 2 - 13). Kot že omenjeno, se je s področjem učinkovite alokacije

kapitala predvsem po drugi svetovni vojni ukvarjal tudi Robert Lucas, ki je znan po tako imenovanem Lucasovem paradoksu, predstavljenem v poglavju Lucasov paradoks (glej *poglavje 2.4, str. 15*).

Finančna integracija pozitivno vpliva na gospodarsko rast prek lažjega dostopa do finančnih instrumentov tujih institucij. Obstaja velika verjetnost, da bodo finančno bolj razvite države ponudile svoje finančne storitve manj razvitim državam. Odpravljanje omejitev v procesu finančne integracije finančno manj razvitim državam olajša dostop ne samo do pridobivanja posojil, temveč tudi do večjih finančnih središč in kotiranja na tujih borzah, kar koristi predvsem podjetjem z večinskim zunanjim načinom financiranja zaradi lažjega in cenejšega dostopa do sredstev (Guiso et al., 2004, str. 529 - 530). Poleg tega so podjetja, ki kotirajo na večjih borzah, tako izpostavljena skupnemu pravnemu sistemu, od njih pa se pričakuje tudi višji standard v poslovanju. S kotacijo delnic na večjih tujih borzah postanejo podjetja tudi bolj prepoznavna in kredibilna.

Finančna integracija lahko pozitivno vpliva na krepitev finančnega sistema prek učinkovitejšega nadzorovanja menedžerjev s strani tujih podjetij, saj imajo ta na voljo več znanja in tehnik za njegovo izvajanje (Kaminsky, 2004, str. 162).

Ena izmed pomembnih prednosti, ki jih prinaša proces finančne integracije, je delitev in razpršitev tveganja. Posamezniki so po navadi nenaklonjeni tveganju, toda najdonosnejše investicije so običajno tudi najbolj tvegane. Možnost razpršitve tveganja tako omogoči pridobivanje višjih donosov pri nižjem tveganju, zato se posamezniki in podjetja bolj pogumno ter pogosteje odločajo za investicije, kar ugodno vpliva na gospodarsko rast (Levine & Demirguc – Kunt, 2008, str. 10).

King in Levine (1993, str. 518 - 519) sta na podlagi empiričnih raziskav dokazala, da razpršitev tveganja pozitivno vpliva tudi na inovacije. Posamezniki namreč vedno znova iščejo tržne niše prek tehnoloških inovacij, le-te pa so večkrat izjemno tvegane. Možnost razpršenih naložb v inovativnih projektih tako zmanjšuje tveganje ter spodbuja investicije v inovativne dejavnosti, ki pozitivno vplivajo na gospodarsko rast. Levine in Demirguc - Kunt (2008, str. 10 - 11) pa dodajata, da na vzpodbudo tehnoloških inovacij in s tem gospodarske rasti finančna integracija vpliva tudi preko večje uporabe prihrankov za investicije, in sicer zaradi večje informiranosti in s tem manjše možnosti narobe izbir.

S finančno integracijo se poveča likvidnost finančnih trgov. Visoko donosni projekti po navadi zahtevajo dolgoročne naložbe kapitala, varčevalci pa neradi posojajo na dolgi rok, če je likvidnost trgov prešibka. Posledično povečanje likvidnosti le-teh predstavlja pozitiven stranski učinek integracije, ki se kaže v znižanju likvidnostnega tveganja, premije za tveganje in stroškov kapitala. Končni rezultat je več investicij v visokodonosne projekte (Levine & Demirguc - Kunt, 2008, str. 10; Prasad, Rogoff, Wei & Kose, 2003, str. 13).

Finančno integrirane ekonomije privabljajo veliko tujih investicij ter praks iz tujine, ki preko različnih kanalov vplivajo na gospodarsko rast. Takšni kanali so:

- ***Kanal posnemanja***

Predpostavka tega kanala je, da domača podjetja povečajo produktivnost, saj posnemajo naprednejše tehnologije in menedžerske prakse tujih podjetij. V primeru odsotnosti tujih investicij je namreč dostop do pomembnih informacij in tehnologij predrag (Prasad et al., 2003, str. 13 - 14; Lensink & Morrissey, 2006, str. 481).

- ***Kanal konkurenčnosti***

Kanal konkurenčnosti poudarja, da vstop tujih podjetij povečuje konkurenčnost na domačem trgu, kar spodbudi domača podjetja k učinkovitejšemu delovanju, tako na področju uvajanja novih tehnologij kot tudi na področju izobraževanja, izboljševanja kakovosti človeškega kapitala ter finančnih storitev (Lensink & Morrissey, 2006, str. 479). Konkurenčnost se poveča na področju financ in finančnih trgov. Storitve tujih finančnih posrednikov na trgih finančno manj razvitih držav so večinoma cenejše in bolj kakovostne kot domače. To prisili domače finančne posrednike v zniževanje stroškov financiranja ter izboljšavo njihovih storitev, kar olajša dostop do virov financiranja tako za podjetja kot gospodinjstva. Končni učinek povečane konkurence se tako kaže v spodbujanju investicij ter višji stopnji gospodarske rasti (Guiso et al., 2004, str. 338 - 339)

Finančni sistem razvitih regij lahko prevzame le del ali pa vse finančne aktivnosti manj razvitih regij in s tem vpliva na njihov razvoj (Baele et al., 2004, str. 14). Tako se razviti finančni posredniki še bolj razvijejo in dodatno poglobijo svoje finančne trge.

Proces finančne integracije spodbuja konvergenco na področju zakonodaje. Večinoma se finančno manj razvite države prilagajajo tistim že integriranim. Posledično se postopoma zmanjšujejo možnosti narobe izbire, agentski in transakcijski stroški, kar pa skupno pozitivno vpliva na povečano aktivnost na finančnih trgih.

Na gospodarsko rast posredno vpliva višja raven specializacije. Empirične študije Kalemli - Ozcana, Sorensna in Yoshe (2003, str. 2 - 3) so pokazale, da delitev tveganja med različnimi regijami poveča specializacijo proizvodnje, ki naj bi pozitivno vplivala na gospodarsko rast. S temi rezultati bi se verjetno strinjal tudi Adam Smith, ki je že v Bogastvu naroda dejal, da je pot do le-tega skrita v specializaciji dela.

Finančna integracija posredno vpliva na gospodarsko rast tudi prek učinkovitega izvajanja politik. Ko se država namreč odloči za sodelovanje v procesu finančne integracije, s tem odda signal, da bo v prihodnosti izvajala prijaznejšo politiko do tujih investicij in odstranila številne omejitve na kapitalske tokove. Ne nazadnje se država zaveda, da bodo potrebne tudi številne institucionalne reforme. Vse to vpliva na povečanje kapitalskih pritokov. Veliko držav, kot na

primer Kolumbija, Italija, Nova Zelandija, Španija in Velika Britanija, se je po odstranitvi omejitev na kapitalskih trgih soočalo z velikimi kapitalskimi pritoki (Prasad et al., 2003, str. 14).

2.3.2 Negativni vplivi finančne integracije

Nepričakovane krize v Aziji, Latinski Ameriki in nekaterih tranzicijskih državah so sprožile številne razprave o prednostih in pomanjkljivostih finančne integracije. Nekateri so ji naklonjeni in navajajo zgolj in večinoma njene prednosti, medtem ko jo drugi kritizirajo, rekoč, da je šel proces finančne integracije predaleč ter za sabo pustil tudi precej poražencev (Kaminsky, 2004, str. 139).

Prva tveganja, ki jih je prinesel proces finančne integracije, so se pokazala v številnih finančnih krizah konec devetdesetih let kot odgovor na poplavo kapitalskih tokov na azijske trge in trge Latinske Amerike. Tako je prišlo do krize mehiškega pesa decembra 1994, azijske krize v letih 1997 in 1998, ruske krize leta 1998 in nenazadnje tudi do kolapsa brazilskega reala januarja 1999. Nekateri menijo, da so bile številne čezmejne finančne transakcije prevelik zalogaj za šibke finančne sisteme s pomanjkljivimi nadzornimi in pravnimi strukturami. Prevelike količine kapitalskih pritokov lahko povzročijo povečanje potrošnje na nevzdržno raven in s tem zahtevo po takojšnji prilagoditvi države, kar lahko povzroči makroekonomske nestabilnosti. Lahko pride do pretirane monetarne ekspanzije, inflacijskih pritiskov, apreciacije deviznega tečaja in s tem zniževanja konkurenčnosti gospodarstva (Jain & Bhanumurthy, 2005, str. 16).

Kot že omenjeno, lahko finančno razvita regija prevzame le del ali pa vse finančne aktivnosti neke druge regije in s tem pripeva k njenemu razvoju. Kljub pozitivni strani tega ukrepa pa obstaja strah, da bo finančna integracija tako pripeljala do okrepitev, ki bodo ovirale učinkovitost posredništva, saj lahko prevzemi v bančnem sektorju privedejo do monopola. Za uspešno finančno integracijo je zato potreben ustrezen nadzor (Baele et al, 2004, str. 9).

Nekateri avtorji (Grossman, 1984, str. 623; Rodrik, 1998, str. 56 - 64) opozarjajo tudi na tako imenovan učinek izrinjanja (angl. *crowding out effect*). Gre za to, da se s prihodom novih, močnejših podjetij s trga izrinejo domača podjetja. Predvsem Grossman (1984, str. 623) opozarja na kopičenje dobička v rokah tujih lastnikov, ki ga ti ne porabijo za razvojne namene v državah »gostiteljicah«. Posledično so potrebni ustrezen nadzor, zakonodaja in okrepljen institucionalni okvir že pred množičnim prihodom tujih vlagateljev.

Slabosti finančne integracije se lahko pokažejo v primeru asimetrije informacij, ki so pogostejše na mednarodnih trgih kot doma, predvsem zaradi geografskih (oddaljenost, nedostopnost in nepopolnost informacij) in kulturnih razlik. Takšne nepopolnosti na integriranih trgih lahko povzročijo pretirane odzive investorjev (na primer odtok kapitala že ob najmanjših znakih težav v državi oziroma navdušeno pretiravanje v investiranju), kar še hitreje pripelje do kriz

(Kaminsky, 2004, str. 155). Lahko pride tudi do tako imenovane »napačne izbire bank«. Gre za to, da je v primeru liberaliziranih finančnih trgov doma in v tujini veliko projektov, ki potrebujejo sredstva za svojo uresničitve in delovanje. Zaradi asimetrije informacij (predvsem za podjetja na tujih trgih) banke hitreje izberejo napačno, zaradi velikega povpraševanja po posojilih pa pride do kreditne ekspanzije (Dell'Ariccia & Marquez, 2004, str. 186 - 193). Te aktivnosti sicer res vodijo do večje investicijske aktivnosti, vendar pa kakovost povprečnega portfelja banke upade, posledica tega pa je finančna šibkost.

Če se pojavi pesimizem glede gospodarskega stanja neke države, lahko to vodi v manjšo povpraševanje po kapitalu, odtok le-tega iz države in zniževanje pritoka investicij zaradi pričakovanja nizkih donosov, kar prizadene gospodarsko rast in vodi v morebitne krize (Martin & Rey, 2005, str. 5 - 6). Do sunkovitega preobrata, odtoka kapitala, lahko pride tudi zaradi pričakovanja znižanja mejne donosnosti kapitala zaradi že prevelikega kopičenja slednjega v državi.

2.3.3 Problem robustne povezave finančna integracija-gospodarska rast

Teorija kljub naštetim slabostim finančne integracije še vedno govori v prid njenim prednostim. Kaj je torej tisto, kar zamegli pot do trajno robustnih statistično značilnih pozitivnih rezultatov?

Walter Bagehot in John Hicks menita, da je razvitost finančnega sistema pomembno vplivala na razcvet industrijske revolucije v Angliji. Hicks pravi, da so bili številni tehnološki izumi znani precej pred revolucijo, toda tehnološki napredek ni bistveno vplival na gospodarsko rast. Nove ideje so za uresničenje zahtevale velike injekcije dolgoročnih investicij. Ko sta se v osemnajstem stoletju tako povečala razvitost in likvidnost finančnih trgov, so se finančni instrumenti prek likvidnih kapitalskih trgov lažje pretvorili v dolgoročne investicije kapitala, ki so podprle proizvodnjo. Industrijska revolucija je tako zgolj čakala na finančno (Levine, 1997, str. 692).

Pozitivno stališče do pomena finančnega sistema je izrazil tudi Joseph Schumpeter, ki meni, da dobro razvit bančni sistem podpira in spodbuja tehnološke inovacije, in sicer preko učinkovite identifikacije in posledično financiranja perspektivnih podjetij. Nasprotno se Joan Robinson ne strinja s pomenom finančnega sistema in meni, da finance zgolj sledijo ekonomskemu razvoju in ne obratno, medtem ko nekateri ekonomisti ne vidijo bistvene povezave med finančno integracijo in gospodarsko rastjo (Levine, 1997, str. 688). Robert Lucas pa v svojih delih večkrat omenja, da je finančni razvoj zgolj odraz pričakovanj glede gospodarskega razvoja.

Empirične raziskave večinoma prikažejo robustnost pozitivne povezave med razvojem finančnega sistema in gospodarsko rastjo, kar pa ne velja za vpliv finančne integracije na rast. Večina raziskav o tej povezavi prikaže ali majhen vpliv ali pa, da vpliva sploh ni. Rodrik (1998, str. 64 - 65) pravi, da je razlog za različne rezultate v nejasnem odgovoru na vprašanje, ali

države obogatijo zaradi finančne integracije ali se »premožnejše« države odločijo za proces finančne integracije zato, ker si to pač lahko privoščijo?

Finančna integracija ni *potreben pogoj* za doseganje visoke gospodarske rasti. Kitajska in Indija sta dosegli visoko stopnjo rasti kljub številnim omejitvam na njunih kapitalskih trgih. Prav tako sta Mauritius in Bocvana v zadnjem času dosegla visoko stopnjo gospodarske rasti, čeprav sta bila relativno zaprta za kapitalске tokove. Integracija finančnih trgov vsekakor tudi ni *zadosten pogoj* za višjo gospodarsko rast. Na primer, Jordanija in Peru sta se kljub odprtosti ekonomij za kapitalске tokove soočala celo z negativno stopnjo rasti. Podobno izkušnjo si delijo tudi države subsaharske Afrike (Prasad et al., 2003, str. 15 - 18). Zaradi tega se predpostavlja, da je za uspešen preliv vpliva integracije na rast pomembna tudi razvitost finančnega sistema, ustrezen nivo absorpcijske sposobnosti gospodarstva in odpornost na morebitne eksogene oziroma zunanje šoke, ki so jim bolj izpostavljene integrirane države.

Andersen in Moreno (2005, str. 2 - 7) sta poskušala povzeti vzroke za negativne oziroma statistično neznačilne učinke finančne integracije na gospodarsko rast, ki jih kažejo nekatere empirične študije. Najprej pravita, da so tako proces kot tudi obseg finančne integracije v različnih državah izvajali različno. Tako so nekatere države (na primer Kolumbija, Čile) začasno povečale prej zmanjšan nadzor nad kapitalskimi tokovi zaradi varnosti pred zunanjimi pritiski na valuto in morebitnimi krizami gospodarstva, kljub temu pa so bile še vedno v procesu finančne integracije. Indija, Tajska in predvsem Kitajska so kljub sodelovanju v procesu finančne integracije poudarile predvsem potrebo po odtokih kapitala ter poskušale zadušiti prevelike pritoke le-tega z ustrezno uvedbo nadzora. Avtorja opozarjata tudi na razlike v hitrosti finančne integracije, merjene v bruto tokovih kapitala. Na primer, bruto tokovi kapitala so po letu 1996 izrazito upadli predvsem v Aziji in Latinski Ameriki, medtem ko so bile druge regije glede tega stabilnejše. Posledično lahko empirične študije za različna obdobja in regije podajo različne rezultate.

Kaminsky in Schmukler (2003, str. 26 - 27) na podlagi analiz ugotovita, da so vplivi finančne integracije na trgih različne razvitosti različni. Na manj razvitih trgih lahko finančna integracija kratkoročno povzroča precejšnje krize, medtem ko so na dolgoročni učinki finančne integracije s pomočjo institucionalnih reform, uravnavanjem deviznega trga in drugih nestabilnosti v večini primerov držav pozitivni. V primeru že razvitih trgov pa je učinek finančne integracije večinoma pozitiven že kratkoročno. Pomembno je torej poudariti razliko v ročnosti analiz.

Guiso in sodelavci (2004, str. 335 - 337) opozarjajo na možnost, da se vpliv finančne integracije na razvitost finančnega trga ne pokaže v kvantitativnih merah le-tega. Večinoma se namreč zgodi, da finančni posredniki tujih, razvitih finančnih trgov ponujajo konkurenčne storitve v državah s slabše razvitim finančnim sistemom. Kupcu ponujajo novejša, boljše in cenejša storitve ter s tem izrinjajo ponudbo domačih finančnih posrednikov. Večje povpraševanje po sredstvih zunaj meja domačih finančnih trgov se tako ne pokaže v večji ponudbi domačih

posojil, saj se bodo ekonomski subjekti raje odločili za ugodnejše ponudbe tujih finančnih posrednikov. Posledično dve izmed glavnih mer razvitosti finančnega trga, kot sta tržna kapitalizacija in posojila bank glede na bruto domači proizvod, ne bosta kazali pozitivnih učinkov vstopa v finančno integracijo. Smiselno je torej preveriti tudi pomen kvalitativnih determinant, ki vplivajo na gospodarsko rast prek procesa finančne integracije.

Eden izmed razlogov za mešane rezultate glede vpliva finančne integracije na gospodarsko rast je tudi ignoriranje dinamičnosti procesa. Dejstvo je namreč, da finančna integracija ogroža določene skupine ekonomskih subjektov, zato lahko ti s svojim neprilagajanjem nasprotujejo procesu in posledično zmanjšajo, odložijo ali celo izničijo njegov vpliv na gospodarsko rast (Guiso et al., 2004, str. 336). Toniolo, Conte in Vecchi (2003, str. 444 - 447) kot primer predstavijo Italijo. Ta je proces integracije na trgu vrednostnih papirjev sprejela šele dvajset let po podpisu pogodb o poenotenju procesov na omenjenih trgih, ker so ekonomski subjekti, ki so živeli od delovanja borz, preprečevali vzpostavitev infrastrukture, potrebne za poenotenje trga.

Ovira pri procesu finančne integracije je lahko tudi rigidnost vlade, ki finančne integracije ne odobrava, in sicer zaradi prihoda težje nadzorovanih tujih investitorjev in večje konkurenčnosti ter s tem večje tržne usmerjenosti bančnega sistema. Neodobranje v tem primeru izvira iz dejstva, da so bančni sistemi lažje vodljivi od tržnih. Vse to lahko povzroči zamike učinkov procesa finančne integracije na gospodarsko rast in posledično statistično neznačilne rezultate empiričnih študij, predvsem za kratko obdobje (Guiso et al., 2004, str. 337).

Nasprotujoči pogledi na finančno integracijo se pojavijo v primeru neenake učinkovitosti panoge bančništva med državami. Države z učinkovitejšim bančništvom lahko povečajo tržni delež predvsem v državah z manj učinkovitim bančništvom. Posledično bančništvo v teh državah nasprotuje procesu integracije (Guiso et al., 2004, str. 335).

Stališča za in proti glede finančne integracije najdemo tudi v podjetniškem sektorju. Majhna podjetja z omejeno razpoložljivostjo financ znotraj države bodo finančni integraciji naklonjena, saj pričakujejo znižanje stroškov posojil oziroma povečanje njihove razpoložljivosti. Kot primer Guiso in sodelavci (2004, str. 336) omenjajo Italijo, ki ima v povprečju zaposlene 4,4 osebe na podjetje, takšnih podjetij pa je tam več kot tri milijone. V Nemčiji, Franciji in Veliki Britaniji pa imajo podjetja v povprečju zaposlenih 7 - 10 oseb, medtem ko je podjetij za pol manj kot v Italiji. Manj kot je razvita država, večje je število manjših podjetij, posledično pa sta večji mejna korist in podpora finančni integraciji z njihove strani.

Podobno se lahko zgodi na področju finančnega posredništva, kjer se bodo finančni integraciji upirali posredniki z monopolnimi rentami. Po odstranitvi ovir za vstop na finančne trge se bodo počutili ogrožene zaradi novih, morda učinkovitejših posrednikov. Tem se lahko pridružijo tudi monopolna podjetja, saj bo finančni razvoj številnim novim podjetjem pomagal pri vstopu na trg in s tem vplival na rast konkurenčnosti in zmanjševanje monopolnih dobičkov.

2.4 Lucasov paradoks

Kot že omenjeno, neoklasična teorija rasti v primeru popolne mobilnosti kapitala predvideva tokove kapitala v smeri od bogatih držav k revnim zaradi višjih mejnih donosov v slednjih tako dolgo, dokler se donosi investicij med državami ne bi izenačili. Pa se je to v resnici zgodilo?

V obdobju zlatega standarda so tokovi kapitala večinoma potovali iz bogatih držav v revne, zato veljavnost neoklasične teorije ni bila postavljena pod vprašaj. Schularick in Steger (2007, str. 12) sta z empiričnimi analizami dokazala statistično značilno pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast za obdobje zlatega standarda 1880-1913, po drugi svetovni vojni in predvsem v letih 1970 - 2000 pa je ta vpliv v večini empiričnih raziskav postal statistično neznačilen. Proti pričakovanjem in v nasprotju s teorijo so večje pritoke kapitala beležile predvsem že razvite in bogatejše države. Wolf (2004, str. 114 - 115) ocenjuje, da je bila višina investicij na prebivalca v razvitih državah leta 2000 kar 6000 ameriških dolarjev, medtem ko je ta znesek v državah v razvoju znašal zgolj 400 ameriških dolarjev. Stulz (2005, str. 1603) meni, da so razlogi za to tudi v pristranskosti do domačega okolja. Investitorji, ki večinoma prihajajo iz razvitejših držav, se namreč raje odločijo za investicijo doma zaradi večje razpoložljivosti informacij, manjše negotovosti, boljšega institucionalnega okvira in nižjih transportnih stroškov. Kapital tako na manj razvita območja ne potuje s pričakovano intenzivnostjo.

Vzroke za nastali položaj poskuša pojasniti tako imenovani Lucasov paradoks, ki poskuša najti razloge za neuresničitev nekaterih predpostavk neoklasične teorije v praksi po drugi svetovni vojni. V grobem definira dve temeljni skupini dejavnikov, ki bistveno vplivata na razporeditev kapitala med državami. Prva skupina vključuje razlike v dejavnikih, ki determinirajo proizvodno strukturo v državi. To so na primer razlike v tehnološkem napredku, manjkajočih proizvodnih dejavnikih kot sta zemlja in kakovost človeškega kapitala, vladnih politikah ter institucionalni strukturi, ki vključuje tradicijo, birokracijo, ustrezno zakonodajo in pravila, tako na področju javnega kot zasebnega sektorja, ne nazadnje pa tudi v kulturi naroda. Omenjeni dejavniki vplivajo na optimistični oziroma pesimistični podjetniški duh države. Opozarja, da šibek institucionalni okvir s tem, ko ne sprejema novih tehnologij, morda ne ščiti pravic delničarjev, ima visoko raven korupcije ali zapletene birokratske postopke, kar pa bistveno vpliva na zmanjšanje učinkovitosti investicij in zmanjšanje pritokov kapitala v neko državo. Pri določanju druge skupine dejavnikov se Lucas osredotoča predvsem na nepravilnosti mednarodnih trgov kapitala, kot sta tveganje in asimetrija informacij, ki v obliki grožnje narobe izbire, moralnega hazarda, možnosti insolventnosti držav in njihovega slabega kreditnega položaja vplivata na manjšo investicijsko dejavnost (Alfaro & Kalemli - Ozcan, 2005, str. 4 - 5).

Dober primer, ki nakazuje pomen institucionalnih dejavnikov in praktični prikaz Lucasovega paradoksa je na primer Turčija, ki je, ko se je glede kakovosti institucionalnih dejavnikov v precejšnji meri dvignila na raven Velike Britanije, pridobila za kar 60 odstotkov več tujih investicij. K povečanju investicij v Turčiji v zadnjih letih je pripomoglo tudi približevanje njene

zakonodaje evropski. Zanimiv primer je tudi primer podjetja Intel, ki se je odločal za investicijo med državama Kostarika in Mehiko. Bruto domači proizvod na prebivalca obeh držav je bil enak. Investitorji so se tako o lokaciji investicije odločali predvsem na podlagi dejavnikov, kot so razpoložljivost in prilagodljivost izobražene delovne sile, varnost, stabilnost države, neučinkovitost birokracije in raven korupcije. Na koncu je zmagala Kostarika, in sicer predvsem zaradi višje stabilnosti in nižje ravni korupcije (Alfaro & Kalemli - Ozcan, 2005, str. 2).

3 Empirična analiza

3.1 Namen empirične analize in podatki

Namen empirične analize je opozoriti na neenakomernost in nelinearnost učinkov vplivanja finančne integracije na gospodarsko rast glede na različne regije in razvitost institucionalnega okvira, na kar sta med drugimi v svoji raziskavi opozorila tudi De Gregorio in Guidotti (2005, str. 435 - 437). Poudarila sta, da je lahko vpliv finančne integracije različen - celo negativen v različnem obdobju procesa, kot tudi na različnih območjih opazovanja le-tega. Z empirično analizo sem želela posredno opozoriti tudi na kompleksnost procesa finančne integracije ter na njene prednosti in slabosti glede na različna okolja in področja opazovanj.

Podatki so zbrani iz različnih podatkovnih baz. Iz podatkovne baze IMD World Competitiveness Center – Competitiveness Report je izbranih štirinajst opisnih spremenljivk ter podatki o presežku oziroma primanjkljaju posameznih držav, iz podatkovnih baz World Bank Quick Query, International monetary fund – International Financial Statistics ter iz podatkovne baze, ki sta jo oblikovala Lane in Milesi-Ferretti, pa so zbrani ostali kvantitativni podatki. Glede na razpoložljivost podatkov sem izbrala štiriinpetdeset držav in pripadajoče indikatorje za obdobje enajstih let, in sicer 1996 - 2006. Empirična analiza se izvaja na panelnih podatkih.

V prvem delu analize predstavljam vpliv finančne integracije na gospodarsko rast glede na različne skupine držav. Države sem v skupine razdelila glede na geografsko lego, predvsem pa glede na njihovo dozdajšnje raven razvitosti in vključenosti v proces finančne integracije (glej *Tabela 2, str. 23*). Namen je bil dokazati, da ima finančna integracija večji pozitivni vpliv v državah v razvoju, ki so še v začetnem procesu te integracije, kot v že razvitih državah.

V drugem delu empirične analize sem se ukvarjala z nelinearnimi učinki finančne integracije glede na razvitost institucionalnih determinant v državah. Sledila sem logiki Lucasovega paradoksa in poskušala dokazati ključni pomen izbranih kvalitativnih dejavnikov pri določanju predznaka vpliva finančne integracije na gospodarsko rast. Tako sem glede na razpoložljivost podatkov izbrala 14 ustreznih opisnih spremenljivk. V posameznih primerih držav se je pojavil problem zaradi manjkajočih ocen teh spremenljivk; predvsem za obdobje pred letom 1999, še posebej za države, kot so Hrvaška, Litva in Latvija. Ker sem želela pridobiti dodatna, sicer

manjkajoča opazovanja, sem izračunala povprečne vrednosti ocen opisnih spremenljivk po državah. Nato sem povprečje ocen opisnih spremenljivk po državah prenesla na celotno opazovano obdobje 1996 - 2006.

Mero gospodarske rasti v diplomskem delu predstavlja rast realnega bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP). Kot kazalca stopnje rasti držav nisem uporabila rasti realnega bruto domačega proizvoda na prebivalca, saj sem opazovala precej kratko obdobje, v katerem je prebivalstvo bolj ali manj stacionarno. Kakršni koli skoki v povečanju oziroma zmanjšanju prebivalstva bi se zgodili kot rezultat popisov, ti pa se ne izvajajo vsako leto. Mere finančne integracije in ostale uporabljene spremenljivke so predstavljene v naslednjih poglavjih.

V primeru različnih mer mednarodne finančne integracije sem namesto kapitalskih tokov uporabila njihova stanja. Podatki o stanju predstavljajo boljši indikator finančne integracije, saj so manj volatilni, s tem pa je možnost meritvenih napak manjša (Prasad et al., 2003, str. 6). Stanja naj bi podajala informacijo o zbranih tokovih kapitala skozi čas, hkrati pa naj bi bila manj občutljiva na kratkoročne politične in gospodarske spremembe (Edison et al., 2002, str. 9).

3.2 Model fiksni učinki

V primeru ocenjevanja panelnih podatkov izhajamo iz spodnje splošne oblike modela za panelne podatke:

$$\begin{aligned} y_{it} &= x_{it}\beta + \alpha z_i + u_{it} \\ i &= 1, \dots, N \\ t &= 1, \dots, T \end{aligned} \tag{1}$$

y_{it} predstavlja odvisno spremenljivko države i v času t , x_{it} predstavlja vektor K eksogenih pojasnjevalnih spremenljivk, ki se spreminjajo v času in po državah, β meri vpliv teh na odvisno spremenljivko, u_{it} predstavlja slučajno napako, αz_i pa predstavlja heterogenost, pri čemer z_i vsebuje konstanto oziroma skupek v času nespremenljivih specifičnih spremenljivk posameznih enot.

Pri preučevanju modela je specifične spremenljivke za posamezne skupine možno opazovati (rasa, spol, lokacija, etnična pripadnost) ali pa tudi ne (preference). Kadar lahko z z_i opazujemo vse individualne enote, model obravnavamo kot navaden linearni regresijski model in ga ocenimo z metodo najmanjših kvadratov ali OLS metodo (angl. *Ordinary Least Squares method*). Kadar pa to ni možno, govorimo o drugih oblikah modelov. Eden izmed njih je tudi model fiksni učinki, ki sem ga uporabila tudi v svoji analizi (Green, 1997, str. 612 - 613).

Splošna oblika modela fiksnih učinkov je:

$$\begin{aligned} y_{it} &= x_{it}\beta + \alpha_i + u_{it} \\ i &= 1, \dots, N \\ t &= 1, \dots, T \end{aligned} \tag{2}$$

V zgornji enačbi (2) α_i meri fiksne učinke v času, različne po skupinah (državah), u_{it} pa predstavlja slučajno napako, ki se porazdeljuje normalno za vse i in t ter predstavlja vse zanemarjene učinke, ki se spreminjajo tako v času kot po enotah. Ostale komponente imajo enak pomen kot v enačbi (1).

V primeru modela fiksnih učinkov imamo opravek z neopazovanimi spremenljivkami, ki so povezane z x_{it} . V primeru neopazovanih učinkov lahko te večkrat zanemarimo, saj so posamični nemerljivi učinki vsak zase večinoma nepomembni. Kot skupina pa lahko imajo večji vpliv na odvisno spremenljivko, kar v odsotnosti nadzora nad njimi lahko povzroči pristranskost in nekonsistentnost ocen regresijskih koeficientov. Model fiksnih učinkov tako omogoča nadzor zanemarnjenih neopazovanih spremenljivk, ki se razlikujejo med enotami, vendar so konstantne v času.

Kot že omenjeno, bi ocena modela fiksnih učinkov s končnim številom obdobj po metodi najmanjših kvadratov zaradi neupoštevanja možnih individualnih in neopazovanih učinkov skupin podala pristranske in nekonsistentne ocene regresijskih koeficientov, in sicer zaradi povezanosti med neopazovanimi in pojasnjevalnimi spremenljivkami. Posledično je za oceno modela fiksnih učinkov z metodo najmanjših kvadratov potrebna njegova transformacija.

Ena izmed metod odstranjevanja fiksnih učinkov je tako imenovana »within transformacija«, kjer gre za transformacijo podatkov v odklone od povprečja glede na čas, s čimer izločimo individualne vplive. Od splošne enačbe modela fiksnih učinkov (2) odštejemo enačbo (3) z izračunanimi skupinskimi povprečji. Tako od vsake spremenljivke odštejemo njihovo skupinsko povprečje.

Dobimo končno enačbo (4):

$$\begin{aligned}
 \bar{y}_i &= \beta_1 \bar{x}_i + \alpha_i + \bar{u}_i \\
 \cdot \bar{y}_i &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T y_{it} & \tilde{y}_{it} &= \tilde{x}_{it} \beta + \tilde{u}_{it} \\
 \cdot \bar{x}_i &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T x_{it} & \cdot \tilde{y}_{it} &= y_{it} - \bar{y}_i \\
 \cdot \bar{u}_i &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T u_{it} & \cdot \tilde{u}_{it} &= u_{it} - \bar{u}_i \\
 & & \cdot \tilde{x}_{it} &= x_{it} - \bar{x}_i
 \end{aligned}
 \quad (3) \quad \Rightarrow \quad (2) - (3) \quad \Rightarrow \quad (4)$$

Fiksni učinki so konstantni po skupinah v času, zato se njihova vrednost letno ujema s povprečjem skupine. Ko tako od dejanskih vrednosti odštejemo povprečne ((2) – (3)), se fiksni učinki izločijo iz modela. Posledično se enačba (4) lahko oceni z metodo najmanjših kvadratov (Green, 1997, str. 612 - 623).

3.3 Dinamični model panelnih podatkov

Empirično analizo sem izvedla s pomočjo dinamičnega modela panelnih podatkov s stalnimi učinki. Splošna oblika enačbe modela je:

$$\begin{aligned}
 y_{it} &= \mathcal{Y}_{i,t-1} + \alpha_i + u_{it} \\
 i &= 1, \dots, N \\
 t &= 2, \dots, T
 \end{aligned}
 \quad (5)$$

V model je dodana odložena odvisna spremenljivka, $y_{i,t-1}$, ki v interpretacijo enačbe vnese bistvene spremembe. V odsotnosti odložene spremenljivke odvisna spremenljivka sama predstavlja rezultat vseh vplivov nanjo. Z odloženo spremenljivko pa se rezultati vplivov iz preteklosti prestavijo tudi na desno stran enačbe. Posledično vplivi desne strani enačbe vedno predstavljajo neko novo informacijo. V empirični analizi diplomskega dela sem omenjeni način analize uporabila po zgledu raziskav Edisona in sodelavcev (2002) ter Coricellija in sodelavcev (2007). V omenjenih raziskavah pa tudi v empirični analizi diplomskega dela je ta pristop uporabljen predvsem zaradi dinamičnosti procesa gospodarske rasti. Dodatna prednost omenjenega pristopa je v tem, da dinamični modeli panelnih podatkov kontrolirajo možno endogenost vseh pojasnjevalnih spremenljivk.

Uvedba odložene odvisne spremenljivke med pojasnjevalne spremenljivke pa lahko povzroča težave pri ocenjevanju. Zakaj, je pojasnjeno v nadaljevanju.

Najprej po že znanem postopku »within transformacije« transformiramo enačbo (5) in dobimo naslednjo enačbo:

$$y_{it} - \bar{y}_{i\bullet} = \gamma(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1}) + (u_{it} - \bar{u}_{i\bullet}) \quad (6)$$

$$\bar{y}_{i\bullet} = \frac{1}{T-1} \sum_{t=2}^T y_{it}; \bar{y}_{i,-1} = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^{T-1} y_{it}; \bar{u}_{i\bullet} = \frac{1}{T-1} \sum_{t=2}^T u_{it}$$

Opazimo, da vrednost kovariančne cenilke $\hat{\gamma}_{CV} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (y_{it} - \bar{y}_{i\bullet})(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})^2}$ ni konsistentna

(razen za $T \rightarrow \infty$), saj je vrednost slučajne napake povezana z vrednostjo odložene endogene spremenljivke. Če je namreč y_{it} povezana z u_{it} , $y_{i,t-1}$ z $u_{i,t-1}$ in tako dalje, je ocenjeni koeficient nekonsistenten. Transformaciji navkljub je $(y_{i,t-1} - \bar{y}_{i,-1})$ tako še vedno povezano z $(u_{it} - \bar{u}_{i\bullet})$ (tudi v primeru medsebojno nekoleriranih vrednosti u_i), in sicer zaradi korelacije $y_{i,t-1}$ z $\bar{u}_{i\bullet}$ ($\bar{u}_{i\bullet}$ namreč vsebuje $u_{i,t-1}$, ki pa je povezan z $y_{i,t-1}$). Ker je ocena dinamičnih modelov panelnih podatkov z metodo najmanjših kvadratov neustrezna tudi po »within transformaciji«, sem zaradi pridobitve konsistentnih ocen uporabila posplošeno metodo momentov (angl. *General Method of moments – GMM*).

Bistvo posplošene metode momentov je, da s transformacijo modela izločimo specifične vplive na individualne enote v vzorcu, nato pa za ocenjevanje modela uporabimo neke vrste instrumentalne spremenljivke na desni strani enačbe, med katere vključimo odložene vrednosti pojasnjevalnih spremenljivk.

Najprej želimo iz modela izluščiti specifične oziroma individualne učinke skupine oziroma države. To storimo z izračunom prvih diferenc enačbe (5). Dobimo naslednjo obliko modela:

$$y_{it} - y_{i,t-1} = \gamma(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (u_{it} - u_{i,t-1}) \Rightarrow \Delta y_{it} = \gamma \Delta y_{i,t-1} + \Delta u_{it} \quad (7)$$

Iz enačbe sledi, da bo prvo opazovano obdobje šele obdobje $t=3$, za katerega bo veljalo:

$$(y_{i3} - y_{i2}) = \gamma(y_{i2} - y_{i1}) + (u_{i3} - u_{i2}) \quad (8)$$

Če predpostavljam, da za GMM velja $E(y_{i,t-s}, \Delta u_{it}) = 0$, kjer $s \geq 2; t = 3, \dots, T$, potem bo prvi veljaven instrument y_{i1} , saj ta ni koreliran z $(u_{i3} - u_{i2})$.

Če enako storimo za naslednje obdobje, bo za $t = 4$ veljalo:

$$(y_{i4} - y_{i3}) = \gamma(y_{i3} - y_{i2}) + (u_{i4} - u_{i3}) \quad (9)$$

V četrtem obdobju bosta tako veljavna dva instrumenta, in sicer y_{i1} in y_{i2} , saj nista korelirana z $(u_{i4} - u_{i3})$. Če enaki logiki sledimo tudi za naslednja obdobja, lahko za vsako obdobje pridobimo nov instrument in tako skupno za T obdobj uporabimo zbir instrumentov $(y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT-2})$ (Baltagi, 2001, str. 131).

4 Rezultati vpliva finančne integracije na rast

4.1 Ocena splošne enačbe

Na podlagi opisanih modelov sem ocenila spodnjo enačbo:

$$BDP_{rastit} = \alpha_i + \gamma BDP_{rastit,t-1} + \beta IFI_{it} + \rho X_{it} + \delta_t + u_{it} \quad (10)$$

Odvisna spremenljivka, BDP_{rastit} , predstavlja rast realnega bruto domačega proizvoda v državi i in času t . α_i združuje fiksne učinke, ki dovoljujejo kontrolo časovno neodvisnih determinant gospodarske rasti, na primer človeški kapital, institucionalni dejavniki, kot so varstvo lastninskih pravic, administrativne ovire, birokracija in podobno ter drugi časovno neodvisni neopazovani dejavniki, ki lahko kakor koli vplivajo na pristranskost koeficientov. δ_t so skupni časovni vplivi, ki vključujejo vplive poslovnih ciklov, ki bi lahko vplivali na lažen obstoj korelacije med rastjo in pojasnjevalnimi spremenljivkami.

IFI predstavlja eno izmed mer mednarodne finančne integracije. V analizi sem uporabila različne mere finančne integracije. Prva spremenljivka je vsota tujih sredstev in obveznosti držav glede na bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP) (*tasliab*), vzeta iz baze Lane in Milesi-Ferretti (2002). To spremenljivko sem kot glavno mero finančne integracije uporabljala tudi za nadaljnje analize. Sledila sem namreč teoretičnemu konceptu finančne odprtosti, omenjenem v raziskavi Edisona in sodelavcev (2002, str. 5), ki poudarja obstoj možnosti tujcem za investiranje ter posojanje državam, kot tudi možnost investiranja ter izposojanja sredstev v tujini s strani domačih agentov. Ta postavka predstavlja tudi eno pomembnejših globalnih vezi med državami – šoki v državi A vplivajo na gospodarsko stanje v državi B in obratno (Lane & Milesi-Ferretti, 2003, str. 2). Nadalje Edison s sodelavci (2002, str. 6) omenja tudi njeno manjšo občutljivost za kratkotrajne spremembe v kapitalskih tokovih ter s tem večjo zanesljivost v napovedih. Druga uporabljena mera finančne integracije, celotne obveznosti glede na BDP (*tliab*), poudarja pomen finančnih virov, pridobljenih iz tujine. Tretja uporabljena mera, vsota stanj vhodnih in izhodnih

neposrednih tujih investicij glede na BDP (*tfdi*), naj bi bila po raziskavah Lane in Milesi-Ferretti (2003, str. 2 - 6) izrednega in ključnega pomena predvsem za države v razvoju. Podobno naj bi veljalo tudi za četrto mero finančne integracije, vsota stanj vhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP (*fdiin*).

Vektor X je vektor kontrolnih spremenljivk, ki naj bi kazale vpliv finančne integracije glede na različne makroekonomske politike in globino finančnega trga (Edison et al, 2002, str. 21). V analizi sem kot kontrolne spremenljivke uporabila inflacijo (*inflat*), vladni primanjkljaj oziroma presežek glede na BDP (*defsur*) ter vsoto tržne kapitalizacije in domačih posojil, pridobljenih s strani bančnega sektorja opazovanih držav glede na BDP (*mcapcred*), ki predstavlja kvantitativno mero razvitosti finančnega sistema. Kot test robustnosti sem najprej uporabila zgolj tržno kapitalizacijo glede na BDP (*mcap*), nato pa še zgolj domača posojila, pridobljena od bančnega sektorja glede na BDP (*dcbs*). Rezultati regresij so predstavljeni v tabeli 1, rezultati testov robustnosti pa v prilogi 1 in 2 (glej *Priloge*, str. 1, 2).

Tabela 1: Finančna integracija in gospodarska rast – GMM ocena enačbe 10; rast realnega bruto domačega proizvoda predstavlja odvisno spremenljivko

MERA FINANČNE INTEGRACIJE→	<i>TASLIABM</i>	<i>TFDI</i>	<i>TLIAB</i>	<i>FDIIN</i>
<i>BDPrast_{t-1}</i>	-0,075 (0,060)	-0,061 (0,052)	-0,140** (0,064)	-0,066 (0,052)
<i>IFI</i>	-0,000 (0,0005)	-0,011 (0,007)	0,0003 (0,001)	0,026** (0,013)
<i>Mcapcred</i>	0,003 (0,007)	0,0004 (0,006)	-0,001 (0,007)	-0,001 (0,006)
<i>Defsur</i>	0,628*** (0,115)	0,539*** (0,111)	0,702*** (0,119)	0,516*** (0,110)
<i>Inflation</i>	-0,125*** (0,023)	-0,136*** (0,023)	-0,154*** (0,026)	-0,132*** (0,023)

*Opomba. Rezultati GMM analize splošne enačbe. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%.*

Vir: Lasten izračun.

Analize kažejo mešane rezultate. Vpliv finančne integracije je statistično značilno pozitiven le v primeru četrte (*fdiin*) mere finančne integracije, ki meri vsoto stanj vhodnih neposrednih tujih investicij. Podobno velja tudi, ko za mero razvitosti finančnega sistema uporabim zgolj tržno kapitalizacijo (glej *Priloga 1*, str. 1), medtem ko so vsi rezultati vplivov finančne integracije na gospodarsko rast statistično neznačilni v primeru domačih posojil, pridobljenih od bančnega sektorja kot mere razvitosti finančnega sistema. Kontrolni spremenljivki makroekonomskih politik, presežek (primanjkljaj) in inflacija, vedno podata statistično značilne in smiselne rezultate. Vpliv vsote tržne kapitalizacije in posojil glede na BDP je povsod statistično

neznačilen, medtem ko kontrolna spremenljivka tržna kapitalizacija glede BDP poda statistično značilen pozitiven vpliv na gospodarsko rast zgolj pri meri finančne integracije *tasliabm*. Kadar kot kontrolno spremenljivko poleg inflacije in presežka (primanjkljaja) uporabim zgolj domača posojila, pridobljena od bančnega sektorja, ta vedno poda statistično značilen negativen vpliv na gospodarsko rast.

4.2 Vpliv finančne integracije po regijah

Guiso in sodelavci (2004, str. 343) ugotavljajo, da naj bi bila mejna koristnost finančne integracije gospodarsko bolj razvitih držav manjša kot pri tistih v razvoju. Poleg tega Coricelli in sodelavci (2007, str. 17) ugotavljajo, da je vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v netranzijskih državah statistično neznačilen, medtem ko je statistično značilno pozitiven v tranzicijskih državah. Posledično sem preverila vpliv mednarodne finančne integracije na rast v gospodarsko različno razvitih regijah.

Predpostavljala sem, da bodo države v razvoju (države Latinske Amerike, tranzicijske države ter države Jugovzhodne Azije) beležile statistično značilen pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast, medtem ko bo ta za večino razvitih držav (države Evropske unije in »ostale«) statistično neznačilen. Tabela 2 prikazuje razporeditev držav v posamezne regije.

Tabela 2: Razporeditev držav po regijah

EU*	JV Azija**	Latinska Amerika	Tranzicijske države	Ostalo***
Avstrija	Filipini	Argentina	Bolgarija	ZDA
Belgija	Hongkong	Brazilijska	Estonija	Velika Britanija
Danska	Kitajska	Čile	Češka	Kanada
Finska	Indija	Kolumbija	Hrvaška	Japonska
Irska	Tajska	Venezuela	Madžarska	Južna Afrika
Italija	Singapur	Mehika	Rusija	Nova Zelandija
Nizozemska	Malezija		Slovaška	Turčija
Norveška	Indonezija		Slovenija	Avstralija
Portugalska			Romunija	Izrael
Španija			Poljska	Jordanija
Švedska			Litva	Koreja

*Oznaka EU se nanaša tudi na države Zahodne Evrope, ki sicer niso članice EU (Švica, Norveška, Islandija).

**Regija Jugovzhodne Azije se nanaša predvsem na trge v razvoju, zato sta iz azijske regije izvzete Japonska in Koreja.

***V regijo Ostalo so vključene druge države, za katere so obstajali razpoložljivi podatki, potrebni za raziskavo, vendar niso bile ustrezne za preostale skupine..

Se nadaljuje.

Vir: Lastna razporeditev.

Nadaljevanje.

Tabela 2: Razporeditev držav po regijah

EU*	JV Azija**	Latinska Amerika	Tranzicijske države	Ostalo***
Grčija			Latvija	
Nemčija				
Islandija				
Francija				
Švica				
Luksemburg				

*Oznaka EU se nanaša tudi na države Zahodne Evrope, ki sicer niso članice EU (Švica, Norveška, Islandija).

**Regija Jugovzhodne Azije se nanaša predvsem na trge v razvoju, zato sta iz azijske regije izvzete Japonska in Koreja.

***V regijo Ostalo so vključene druge države, za katere so obstajali razpoložljivi podatki, potrebni za raziskavo, vendar niso bile ustrezne za preostale skupine..

Vir: Lastna razporeditev.

Enačbi empirične analize sta:

(11) & (12)

$$BDP_{rast\ it} = \alpha_i + \gamma BDP_{rast\ i,t-1} + \sum_{k=1}^K \mu_k IFI_{it} \times D_k + \rho X_{it} + \delta_t + u_{it}$$

$$BDP_{rast\ it} = \alpha_i + \gamma BDP_{rast\ i,t-1} + \sum_{k=1}^K \mu_k IFI_{it} \times D_k + \sum_{k=1}^K \lambda_k FD_{it} \times D_k + \rho X_{it} + \delta_t + u_{it}$$

D_k predstavlja nepravo spremenljivko, ki zavzame vrednost 1 v primeru posamezne regije, za ostale regije pa tedaj zavzame vrednost 0. μ_k meri vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po posameznih regijah, λ_k v enačbi (12) pa vpliv razvitosti finančnega sistema na rast po regijah. Regij je pet, iz česar sledi $K=5$. V enačbi (11) sem nelinearnost dovolila le v merah finančne integracije – IFI , v enačbi (12) pa tudi v razvitosti finančnega sistema – FD , merjeni z vsoto tržne kapitalizacije in domačih posojil, pridobljenih od bančnega sektorja ($mcapcred$).

V tabeli 3 (glej str. 25) so predstavljeni rezultati enačb (11) in (12), ki prikazujejo vplive mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast v različnih regijah. Rezultati so večinoma podkrepili teoretična predvidevanja. Ko nelinearnost dovolim le v primeru finančne integracije, se statistično značilen pozitiven vpliv na gospodarsko rast pokaže tako pri Jugovzhodni Aziji kot pri tranzicijskih državah. Če pa v model dodamo še predpostavko o nelinearnosti v razvitosti finančnega sistema, se pokaže statistično značilen pozitiven vpliv finančne integracije v državah Jugovzhodne Azije, Latinske Amerike ter še posebno v tranzicijskih državah. V obeh enačbah pa je vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v regijah »ostalo« in »EU« statistično neznačilen.

Tabela 3: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah.

	<u>NELINEARNOST V IFI</u>	<u>NELINEARNOST V IFI, FD</u>
<i>BDP_{rast, t-1}</i>	-0,064 (0,055)	-0,026 (0,052)
<u>DLAAL*</u>	-0,005 (0,012)	0,039* (0,014)
<u>DJVAL</u>	0,019*** (0,006)	0,018** (0,007)
<u>DTRAL</u>	0,059*** (0,016)	0,064*** (0,016)
<u>DEUAL</u>	-0,0003 (0,0005)	-0,0003 (0,0005)
<u>DREAL</u>	0,017 (0,018)	0,018 (0,017)
<u>DLAMC**</u>	-	-0,118*** (0,027)
<u>DTRMC</u>	-	-0,057* (0,036)
<u>DJVMC</u>	-	-0,004 (0,010)
<u>DEUMC</u>	-	0,006 (0,008)
<u>DREMC</u>	-	-0,013 (0,013)
<i>mcapcred</i>	-0,004 (0,006)	-
<i>defsur</i>	0,483*** (0,097)	0,409*** (0,085)
<i>inflat</i>	-0,112*** (0,022)	-0,094*** (0,020)

Opomba 1. Rezultati GMM analize. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%. Kot IFI je uporabljena vsota tujih sredstev in obveznosti v % BDP (tasliabm), kot FD je uporabljena vsota tržne kapitalizacije in domačih posojil, pridobljenih od bančnega sektorja, v % BDP. Kontrolne spremenljivke v primeru nelinearnosti zgolj v IFI so vsota tržne kapitalizacije in domačih kreditov, danih s strani bančnega sektorja glede na BDP, inflacija, presežek (primanjkljaj), v primeru nelinearnosti tako v FD kot IFI, pa zgolj presežek (primanjkljaj) in inflacija.

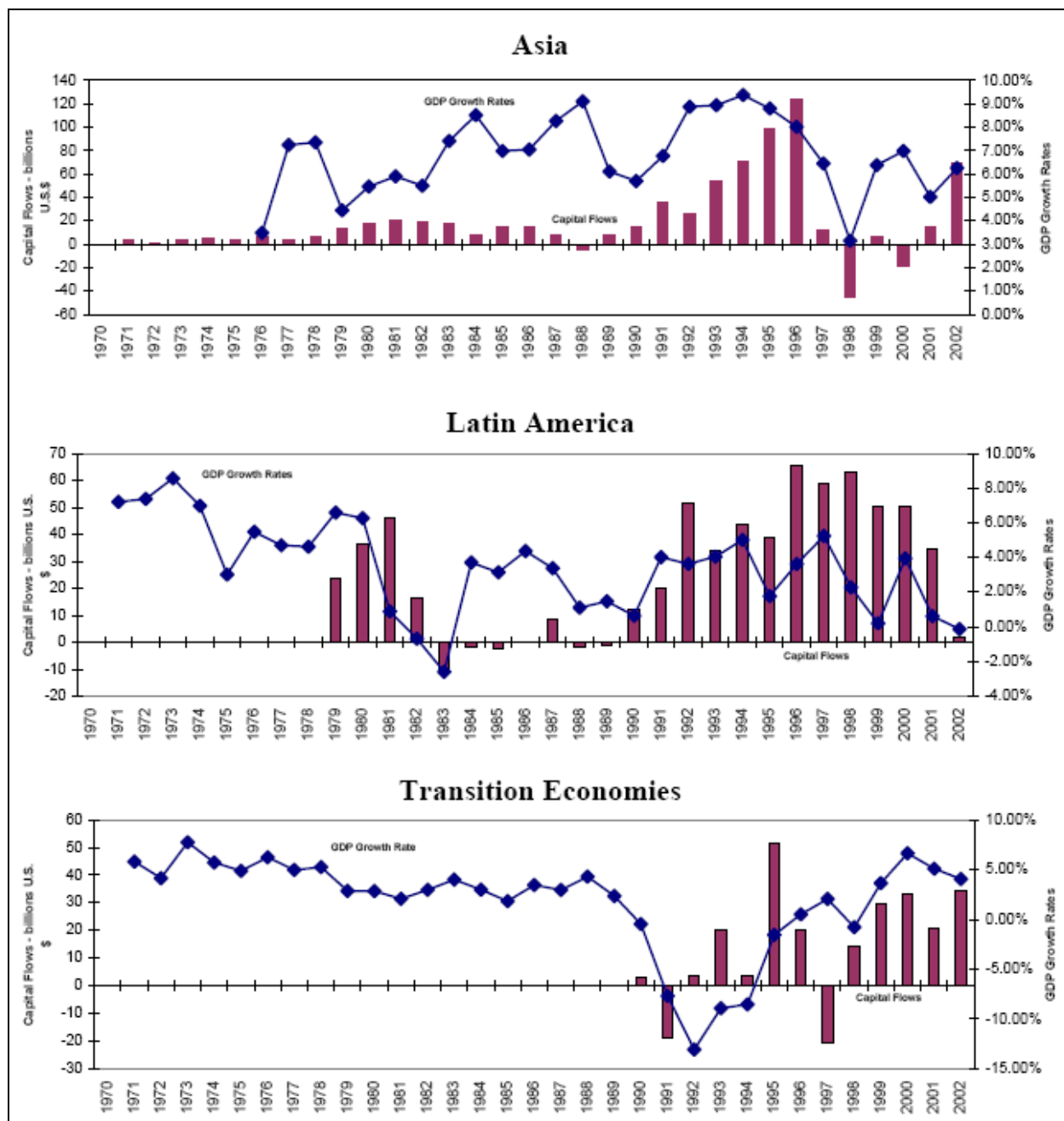
Opomba 2. *Primer: dLAAL = nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) * tasliabm. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**AL. (dEU = regija EU, dJV = regija JV Azije, dTR= regija tranzicijskih držav, dRE=ostale države). **Primer: dLAMC = nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) * mcapcred. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**MC.

Vir: Lasten izračun.

Izbira kontrolnih spremenljivk (*defsur*, *inflat*) se v vseh primerih izkaže kot smiselna. Rezultati namreč kažejo pozitivno povezavo med gospodarsko rastjo in presežkom ter negativni vpliv inflacije na gospodarsko rast. Razloge za statistično neznačilnost vsote tržne kapitalizacije z domačimi posojili lahko morebiti razložimo z že v prejšnjem poglavju omenjenim problemom

neupoštevanja posojil, pridobljenih v tujini. Dokaj presenetljiv pa je statistično značilen negativen vpliv razvitosti finančnega sistema na rast v regijah Latinske Amerike in tranzicijskih držav.

Slika 2: Privatni kapitalski tokovi na trge v razvoju in rast realnega BDP



Opomba. Države, ki predstavljajo Azijo, so: Bangladeš, Kitajska, Hongkong, Indija, Indonezija, Koreja, Malezija, Pakistan, Filipini, Singapur, Tajvan, Tajska in Vietnam. Države, ki zastopajo Latinsko Ameriko, so: Argentina, Brazilija, Čile, Kolumbija, Dominikanska republika, Ekvador, Gvatemala, Mehika, Peru, Urugvaj, Venezuela. Predstavnice regije tranzicijskih držav so: Albanija, Armenija, Azerbajdžan, Bosna in Hercegovina, Bolgarija, Hrvaška, Češka, Slovaška, Slovenija, Estonija, Kazahstan, Kirgizistan, Latvija, Litva, Makedonija, Moldavija, Poljska, Romunija, Rusija, Srbija, Turkmenistan, Uzbekistan, Tadžikistan, Ukrajina.

Vir: International capital flows: a blessing or a curse? Kaminsky, 2003, str. 163.

Močno povezavo med poslovnimi cikli v regijah v razvoju ter pritokom in odtokom kapitala dobro ponazarja slika 2 (glej *str.* 26). Iz grafov na sliki 2 je razvidno, da so na primer države Latinske Amerike rasle v povprečju okrog 4,5 % letno v obdobju intenzivnih pritokov kapitala, medtem ko je stopnja gospodarske rasti, merjene v rasti realnega BDP, znašala okrog 1 % v obdobju nenadnega prenehanja pritokov kapitala.

Podobno se je gospodarska rast azijskih držav povečala z okrog 5,5 % v obdobju nizke intenzivnosti kapitalskih pritokov na kar 8,5 % gospodarske rasti v obdobju visoke intenzivnosti kapitalskih pritokov. S podobnimi rezultati so se soočale tudi tranzicijske države. Praksa torej kaže tako vzpone kot padce pri rasti držav v procesu liberalizacije finančnih trgov, toda na podlagi rezultatov empirične analize lahko sklenemo, da dolgoročno le prevlada pozitiven učinek finančne integracije na gospodarsko rast v posameznih regijah v razvoju.

4.3 Institucionalne determinante in njihov pomen

Institucije so skupina pravil igre v družbi. Bolj formalno gledano predstavljajo omejitve glede prostega obnašanja posameznikov ter s tem oblikujejo družbena, politična in ekonomska razmerja med njimi. Institucije, njihovo delovanje in razvoj tako bistveno vplivajo na delovanje gospodarstva v posameznih državah (North. 1990, str. 3).

Raziskave so pokazale, da bodo države z že razvitim finančnim sistemom uživale večje koristi finančne integracije kot države s slabše razvitim finančnim sistemom; če ne kratkoročno, pa vsaj dolgoročno (Guiso et al., 2004, str. 343). Empirična analiza Coricellija in sodelavcev (2007, str. 16) opozarja na nelinearne učinke finančne integracije v odvisnosti od razvitosti finančnih trgov. Njihova raziskava je pokazala, da vpliv finančne integracije na gospodarsko rast postane statistično značilno pozitiven, ko je razvitost finančnega sistema nekje med 90 in 150 odstotkov BDP, za ostale države je vpliv statistično neznačilen.

Že v teoretičnem delu omenjen pomen absorpcijske sposobnosti gospodarstva je bil eden glavnih razlogov za preusmeritev opazovanj od kvantitativnih determinant razvitosti držav proti kvalitativnim. Kadar govorimo o absorpcijski sposobnosti gospodarstva, se ta namreč nanaša na raven razvitosti človeškega kapitala in njegovo produktivnost, globine finančnega trga, kakovosti vlade v smislu nizke stopnje korupcije, visoke transparentnosti informacij, ustreznega nadzora finančnega sistema in makroekonomskih politik, ureditve pravne zakonodaje ter lastninskih pravic. Med drugim sta pomembna tudi podjetniška iniciativa in visoka stopnja konkurenčnosti ter njen ustrezen nadzor (Prasad et al., 2003, str. 29).

Raziskave Svetovne banke so pokazale negativno korelacijo med korupcijo in tujimi investicijami večine držav. Države z višjo stopnjo transparentnosti naj bi beležile večje pritoke kapitala iz tujine. V odsotnosti le-te naj bi bile države občutljivejše in nagnjene k večji

volatilnosti zaradi prehitrih in neutemeljenih akcij investorjev. Nekateri pravijo, da je bila nezadovoljiva transparentnost tudi eden izmed ključnih problemov krize mehiškega pesa v devetdesetih letih (Gelos & Wei, 2002, str. 2 - 3). Kaminsky in Reinhart (1999, str. 474 - 475) poudarjata, da lahko ustrezni finančni nadzorni organi ter regulacije pomembno vplivajo na zdravo gospodarstvo ter s tem na manjšo možnost finančnih in gospodarskih kriz. Posledično obstaja splošno sprejeto mnenje, da naj država še pred vstopom v proces finančne integracije okrepi nadzorne in pravne organe (Prasad et al., 2003, str. 29 - 31). To naj bi privabljal kapital, hkrati pa bi bilo gospodarstvo na večji pritok le-tega ustrezno pripravljeno. Shaw (1973, str. 81 - 84) poudarja tudi pomen in ustreznost javnih politik, saj lahko te vodijo v finančne represije: zniževanje obrestnih mer lahko vodi ravno v nasprotno smer od želene.

Zavedanje pomena institucij je naraslo do mere, ko se strokovnjaki ne sprašujejo več, ali je ustrezen institucionalni okvir v državi potreben ali ne, temveč katere institucije so pomembne in v kakšni obliki. V državah v razvoju, ki stopajo po poti kapitalističnih držav, je močno poudarjen pomen prostega trga (lat. *laissez-faire*). Velja opozoriti, da prosti trg brez ustrezne zakonodaje, nadzora ter institucionalnega okvira ne bo deloval učinkovito, niti ne bo pritegnil sicer možnih kapitalskih prilivov. Nasprotno, čedalje bolj liberaliziran trg zahteva večja bremena na ramenih institucij, katerih naloga je zagotavljanje pravilnosti njegovega delovanja. Ni naključje, da ima najbolj liberaliziran prosti trg na svetu, v Združenih državah Amerike, močno organizirano skrb za preprečevanje in obvladovanje tržnih nepravilnosti prek številnih organizacij. Problem odsotnosti ustrezne podpore institucij se je med finančnimi krizami pokazal v državah Vzhodne Azije in številnih drugih državah v razvoju, kjer tržne nepravilnosti še hitreje prizadenejo občutljivo gospodarstvo. Pri poudarjanju pomena institucij pa avtor opozarja, da je kopiranje institucionalnega okvira med državami napačna odločitev, saj ima vsaka država individualne značilnosti, ki zahtevajo ustrezno prilagoditev (Rodrik, 1999, str. 6 - 8).

Posledično sem se osredotočila na kvalitativne spremenljivke, ki določajo kakovost institucij in delovanja države ter s tem posredno vplivajo na sposobnost države, da absorbira čim več pozitivnih lastnosti finančne integracije ter se ubrani negativnih. Predpostavila sem, da bo vpliv finančne integracije v državah z nizko ravno razvitosti uporabljenih kvalitativnih spremenljivk, statistično značilno negativen, v ostalih primerih pa bodo rezultati kazali pozitivno statistično značilne rezultate. Tabela 4 (glej str. 29) predstavlja seznam opisnih spremenljivk, njihovo lestvico in njen pomen.

Tabela 4: Pregled opisnih spremenljivk

IME SPREMENLJIVKE	OPIS SPREMENLJIVKE
Transparentnost finančnih institucij	<i>1 - zelo slaba, 10 - zelo dobra</i>
Korupcija in podkupovanje	<i>1 - visoko, 10 - nizko</i>
Kreditna ocena države	<i>1 - zelo slaba, 100 - zelo dobra</i>
Vzpostavitev podjetij	<i>1 - zelo slabo podprto z zakonodajo</i> <i>10 - zelo dobro podprto z zakonodajo</i>
Investicijsko tveganje	<i>1 - zelo visoko, 100 - zelo nizko</i>
Politična stabilnost	<i>1 - zelo nestabilno, 10 - zelo stabilno</i>
Prilagodljivost in fleksibilnost (v primeru novih izzivov)	<i>1 - zelo nizka</i> <i>10 - zelo visoka</i>
Regulativa in zakonodaja (podpora konkurenci)	<i>1 - neučinkovita podpora konkurenčnosti</i> <i>10 - zelo učinkovito podpira konkurenčnost</i>
Zunanje financiranje (dostopnost, razpoložljivost, zadostnost)	<i>1 - zelo slabo</i> <i>10 - zelo dobro</i>
Transparentnost vladnih politik	<i>1 - nezadovoljiva, 10 - odlična</i>
Birokracija ovira podjetništvo	<i>1 - zelo ovira, 10 - ne ovira</i>
Enostavnost poslovanja	<i>1 - zelo slabo podprto z zakonodajo</i> <i>10 - zelo dobro podprto z zakonodajo</i>
Tokovi posojil: podjetja-banke	<i>1 - zelo slabo, 10 - zelo dobro</i>
Zakonodaja na področju konkurence (preprečevanje neprave konkurence)	<i>1 - neučinkovito</i> <i>10 - učinkovito</i>

Vir: IMD - World Development Center Online, <http://www.worldcompetitiveness.com/online/Login.aspx>, 2008.

Ocenjena enačba, ki predpostavlja nelinearne vplive finančne integracije na gospodarsko rast v odvisnosti od različne razvitosti institucionalnega okvira, je:

(13)

$$BDP_{rast\ it} = \alpha_i + \gamma BDP_{rast\ i, t-1} + \mu D_k \times IFI_{it} + \lambda (1 - D_k) \times IFI_{it} + \rho X_{it} + \delta_i + u_{it}$$

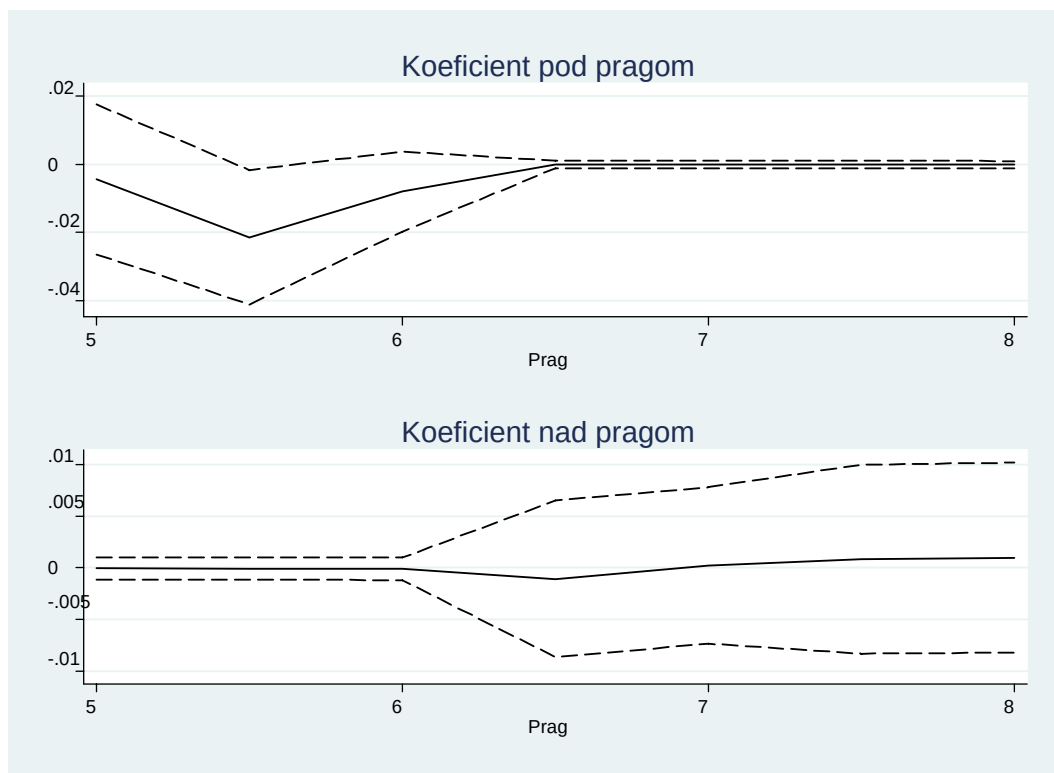
D_k predstavlja nepravo spremenljivko, ki zavzame vrednost 1, če je vrednost opisne spremenljivke manjša od k , in vrednost 0, kadar je vrednost kvalitativne mere razvitosti institucionalnega okvira večja ali enaka k . Vrednost k večinoma zavzame vrednosti od 1 do 10 v razmaku pol enote, v nekaterih primerih (kot pri oceni investicijskega tveganja ter kreditne/bonitetne ocene države) pa je razpon po pet enot na lestvici od 1 do 100. μ meri vpliv finančne integracije na gospodarsko rast za opazovane enote, katerih ocena izbranih kvalitativnih spremenljivk je manjša od k . V tem delu empirične analize sem kot glavno mero finančne integracije uporabila vsoto tujih sredstev in obveznosti glede na BDP (*tasliabm*), uporabljene kontrolne spremenljivke pa so bile takšne kot v prejšnjih primerih. Opisan način analize sicer ne poda natančnih ocen učinka praga, poda pa zadosten dokaz njegovega obstoja.

Analizo enačbe (13) sem v primeru statistično neznačilnih rezultatov pri uporabi vsote tujih sredstev in obveznosti glede na BDP kot mere mednarodne finančne integracije ponovila še z drugimi merami. Poskusila sem z vsoto stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP (*tfdi*). V primeru statistične neznačilnosti pri rabi te spremenljivke pa sem poskusila še z vsoto stanj vhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP (*fdiin*).

4.3.1 Analiza institucionalnih determinant – rezultati

Pomemben dejavnik pri privabljanju tujih investorjev je fleksibilnost okolja, ki ga med drugim predstavljajo ljudje in njihova pripravljenost na spremembe, enostavnost vzpostavitve novega posla pa tudi poslovanja kot takega. Raziskave so pokazale večjo intenzivnost finančne integracije v državah z bolj prilagodljivo in zaupljivo kulturo naroda. Tako sem najprej preverila pomen fleksibilnosti in pripravljenosti okolja na spremembe in nove izzive pri vplivu mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast.

Slika 3: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - fleksibilnost in pripravljenost okolja na spremembe in nove izzive



Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

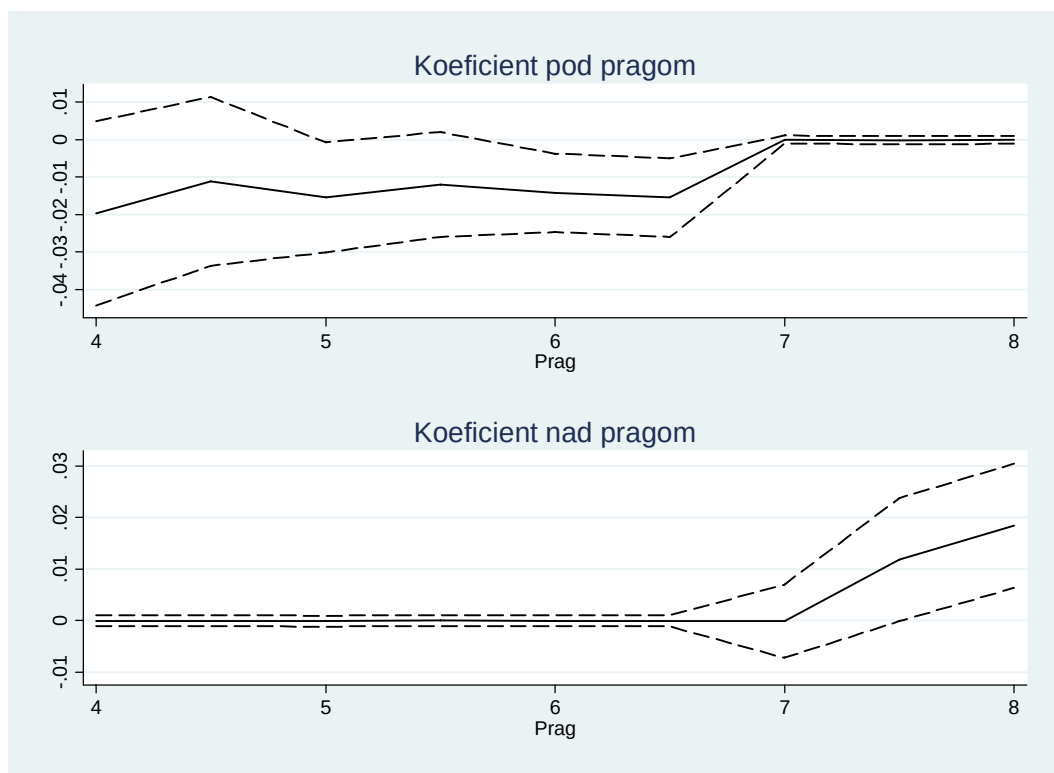
Vir: Lasten izračun.

Nekateri avtorji poudarjajo, da sta vpliv in intenzivnost finančne integracije pa tudi investicij med državami različna zaradi različnega družbenega okolja (medsebojno zaupanje znotraj držav in med njimi, prilagajanje, kakovost človeškega kapitala in podobno) (Ekinci & Kalemli – Ozcan, Sorensen, 2007, str. 4 - 5). Pripravljenost ljudi za izobraževanje, spremembe, sodelovanje s tujimi podjetji v smislu večjega zaupanja pri sklepanju pogodb, delitvi znanja in informacij, pripravljenost za učinkovito uporabo novih finančnih storitev in proizvodov ter izkoriščanje prednosti le-teh bo privabilo nov kapital.

Rezultati, predstavljeni na sliki 3 (glej *str. 30*), so pokazali statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v primeru precej nizke pripravljenosti na spremembe in nove izzive (ocena okrog 5,5). Med bolj rigidne države okrog te ocene spadajo predvsem tranzicijske države.

Pomemben dejavnik pri vzpostavljanju novega podjetja je tudi podjetniški duh države. Ena izmed determinant le-tega je enostavnost poslovanja, kamor spadajo manj zahtevni postopki pri zaposlovanju, hitrejša izvrševanje pogodb, podjetništvu naklonjena zakonodaja, nezapleteni birokratski postopki, ne nazadnje pa tudi čas, potreben za vzpostavitev podjetja. V spodbudnem okolju naj bi investitorji bolj izkoriščali prednosti liberaliziranih finančnih trgov, s čimer bi se povečale investicije, konkurenčnost države in njena gospodarska rast.

Slika 4: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - enostavnost poslovanja



Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

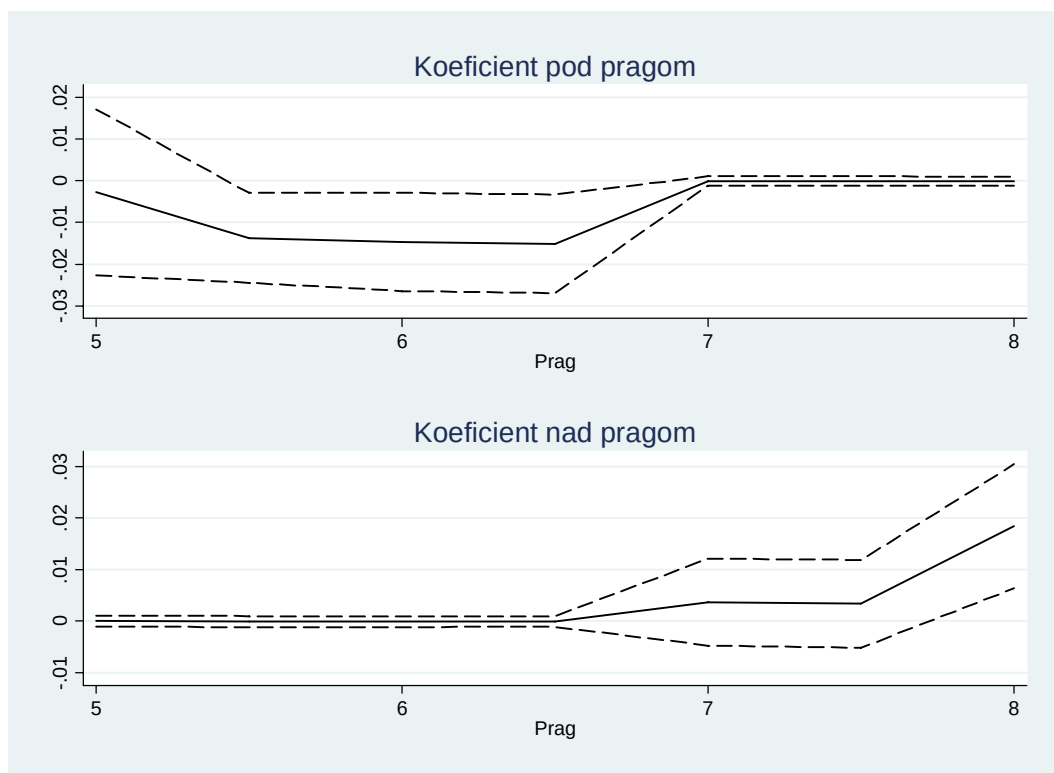
Vir: Lasten izračun.

Slika 4 (glej *str. 31*) prikazuje pomen enostavnosti poslovanja pri vplivu mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast. V državah s slabšo oceno enostavnosti poslovanja (okrog ocene 5 ter nekje med 5,5 in 7) zaznamo negativen vpliv finančne integracije na gospodarsko rast. Države, kjer je vpliv finančne integracije glede na enostavnost poslovanja statistično značilno pozitiven, pa so prejele povprečno oceno, višjo nekje od 7,5. Glede enostavnosti poslovanja so v prednosti predvsem države Jugovzhodne Azije, ki se v povprečju kosajo z najbolj razvitimi državami.

Pri vzpostavitvi podjetja je pomembno, da je le-ta enostavna in čim cenejša, vsekakor pa v skladu z ustrežno zakonodajo. Pri tej je zaželena čim večja učinkovitost in podpora podjetniškemu sektorju. Če se investitor zaveda podpore v ustrezni in učinkoviti zakonodaji, pravilih ter postopkih, se bo raje odločil za investiranje kot v nasprotnem primeru.

Rezultati, ki kažejo vpliv finančne integracije na gospodarsko rast glede na ustrežno podporo zakonodaje pri vzpostavitvi podjetij, so predstavljeni na sliki 5. Opazimo nelinearne učinke vpliva finančne integracije na gospodarsko rast.

Slika 5: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - podpora zakonodaje pri vzpostavljanju podjetij



Opomba. 95 – odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

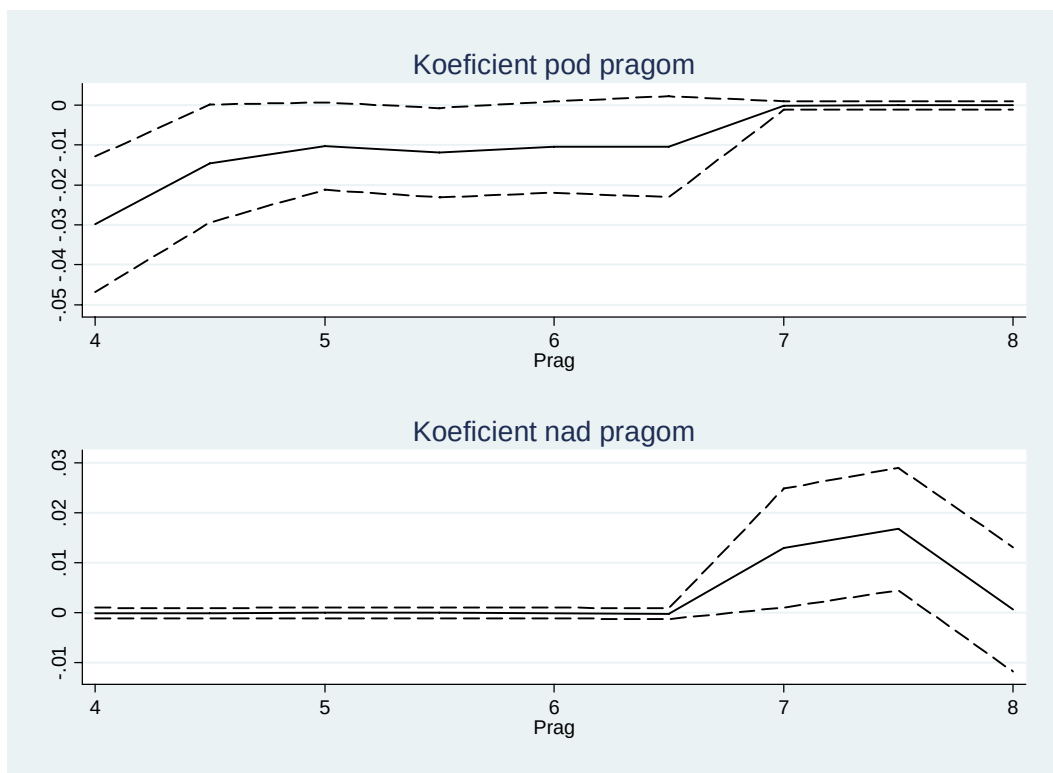
V primeru, ko zakonodaja podpira podjetniški sektor pri vzpostavljanju novih podjetij s povprečno oceno nekje med 5,5 in 7, je vpliv finančne integracije na gospodarsko rast statistično

značilno negativen. Sem spadajo predvsem države regije EU in tranzicijskih držav. Po drugi strani pa naj bi države, katerih zakonodaja ustrezno podpira podjetniški sektor, beležile pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast (nekje od ocene 7,5 dalje). To skupino v večini zastopajo države Latinske Amerike in nekatere države iz regije »ostalo«.

Podoben pomen ima zakonodaja tudi na področju spodbujanja konkurence v podjetniškem sektorju. Ne samo, da v konkurenčnem okolju nova podjetja lažje vstopijo na trg, temveč se z večjo konkurenco povečuje tudi produktivnost podjetij. Zaradi potrebe po obstanku na trgu se povečuje vlaganje v raziskave, razvoj in izobraževanje zaposlenih. Iščejo se nove tržne niše, s tem je spodbujen tudi napredek v tehnologiji. Posledično predpostavljam, da bodo države z zakonodajo, ki podpira prisotnost konkurence na trgu, bolj privlačne za tuje vlagatelje, kar pa naj bi spodbudno vplivalo na gospodarsko rast.

Rezultati, predstavljeni na sliki 6, kažejo, da bodo države z zakonodajo, ki neuspešno oziroma manj uspešno podpira konkurenco (nekje do ocene 4,5 ter nekje med ocenama 5 in 6), beležile statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na gospodarsko rast.

Slika 6: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - učinkovitost zakonodaje pri podpiranju povečevanja konkurenčnosti



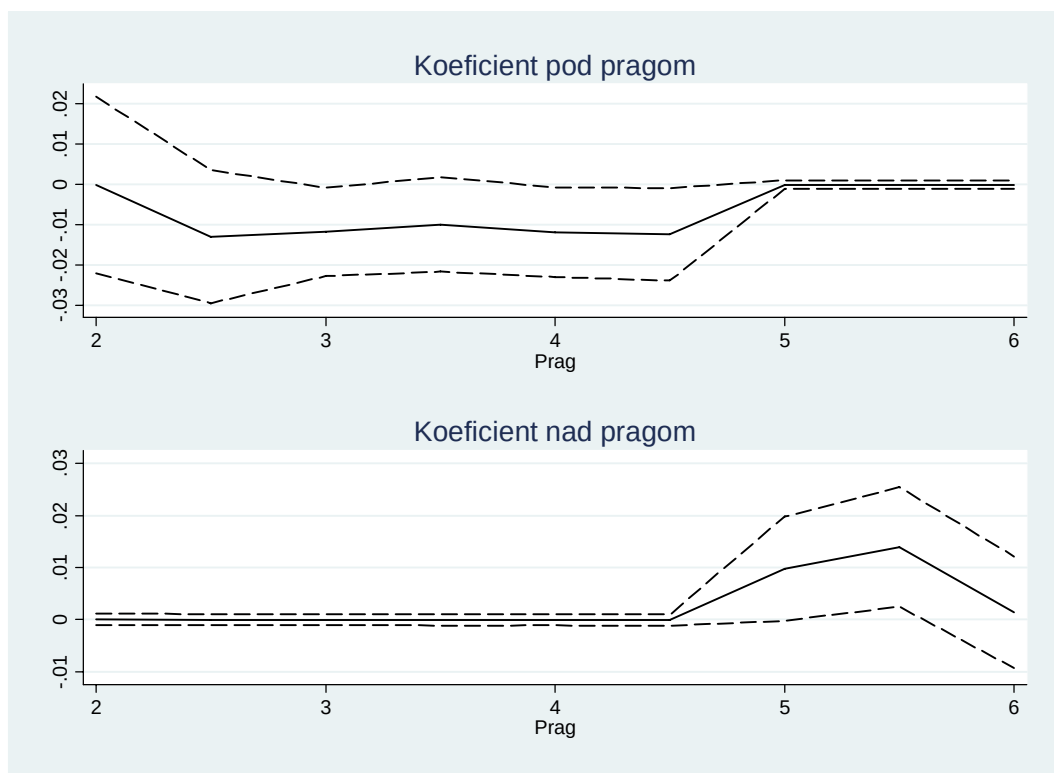
Opomba. 95 – odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

V omenjeno skupino spadajo predvsem države Latinske Amerike, večina tranzicijskih držav ter nekatere države Jugovzhodne Azije, kot na primer Indonezija in Filipini. Na drugi strani bo vpliv finančne integracije na rast statistično značilno pozitiven v državah, kjer je učinkovitost zakonodaje pri podpiranju konkurence ocenjena nekje od 6,5 do 7,5, mednje pa spadajo razvite države, na primer Irska, Danska, Avstralija, Kanada, Norveška, Švica in druge.

Preverila sem tudi vlogo birokracije, in sicer, ali ta ovira poslovanje podjetij. Logika pomena in vpliva te spremenljivke sledi zgoraj omenjenim. Na grafu (glej *Slika 7*) lahko zopet opazimo statistično značilno negativen vpliv v državah z nizko oceno birokratskih procesov okrog 3 ter nekje med ocenama 4 in 4,5, kamor spadajo na primer Tajska, Malezija, Jordanija, Izrael, Madžarska, Čile. Pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast se pokaže šele v državah, pri katerih ocena za učinkovitost birokracije znaša nekje med 5 in 6, v to skupino pa spadajo le razvite države.

Slika 7: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - učinkovitost birokracije



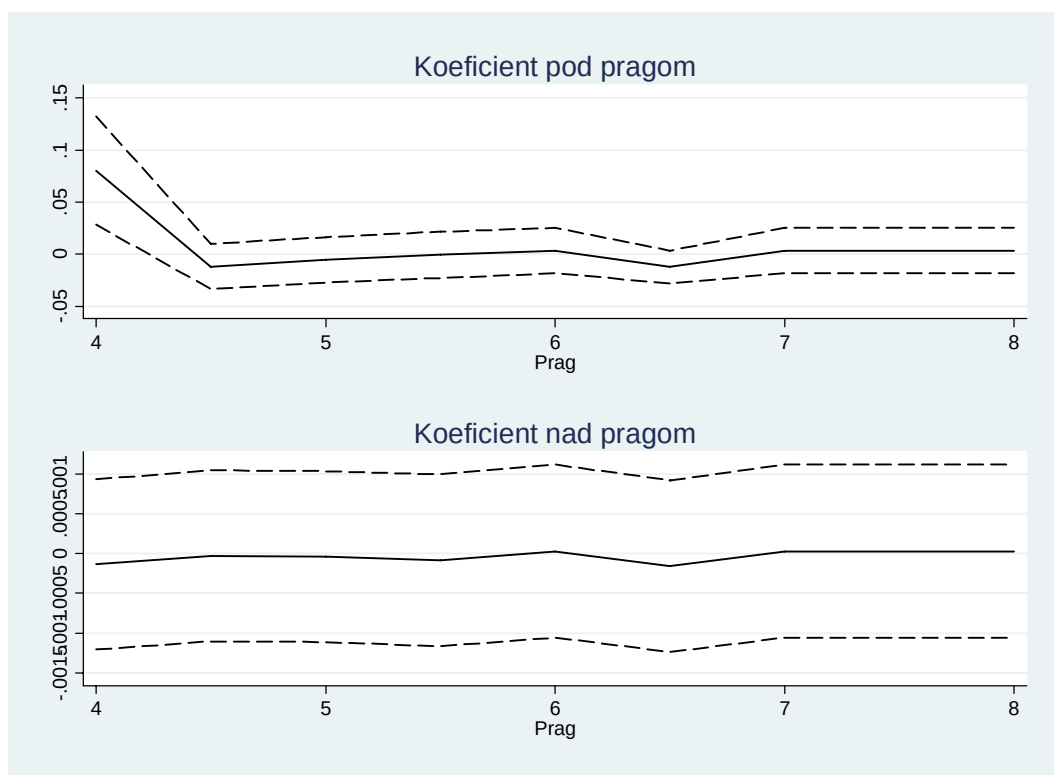
Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

Na finančnih trgih je izredno pomembna transparentnost informacij finančnih institucij, saj zmanjša negotovost, asimetrijo informacij in možnost narobe izbire. Večja transparentnost pa narekuje manjše tveganje in s tem večjo pripravljenost za investiranje. Zaradi tega sem predpostavljala, da bo vpliv finančne integracije na rast statistično značilno pozitiven v državah z boljšo transparentnostjo finančnih institucij.

Proti pričakovanjem so rezultati pokazali obraten vpliv (glej *Slika 8*). Vpliv finančne integracije naj bi bil statistično značilno pozitiven v državah s slabo transparentnostjo finančnih institucij (ocena nekje pod 4,5). Po pregledu podatkov sem opazila, da v to skupino spada precej tranzicijskih držav ter držav Jugovzhodne Azije, ki so beležile predvsem pritok neposrednih tujih investicij, le v manjši meri pa so beležile pritoke kapitala v obliki posojil ter portfolio-investicij (glej *Priloga 6, str. 6*), kar lahko predstavlja eno izmed možnih razlag za nepričakovane rezultate. Neposredne investicije privlači predvsem ustrezna zakonodaja, fleksibilnost okolja, enostavnost poslovanja, pričakovana stabilnost države in nezapletenost birokratskih postopkov, manj pomembne pri tem pa so finančne institucije in njihova transparentnosti.

Slika 8: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - transparentnost finančnih institucij



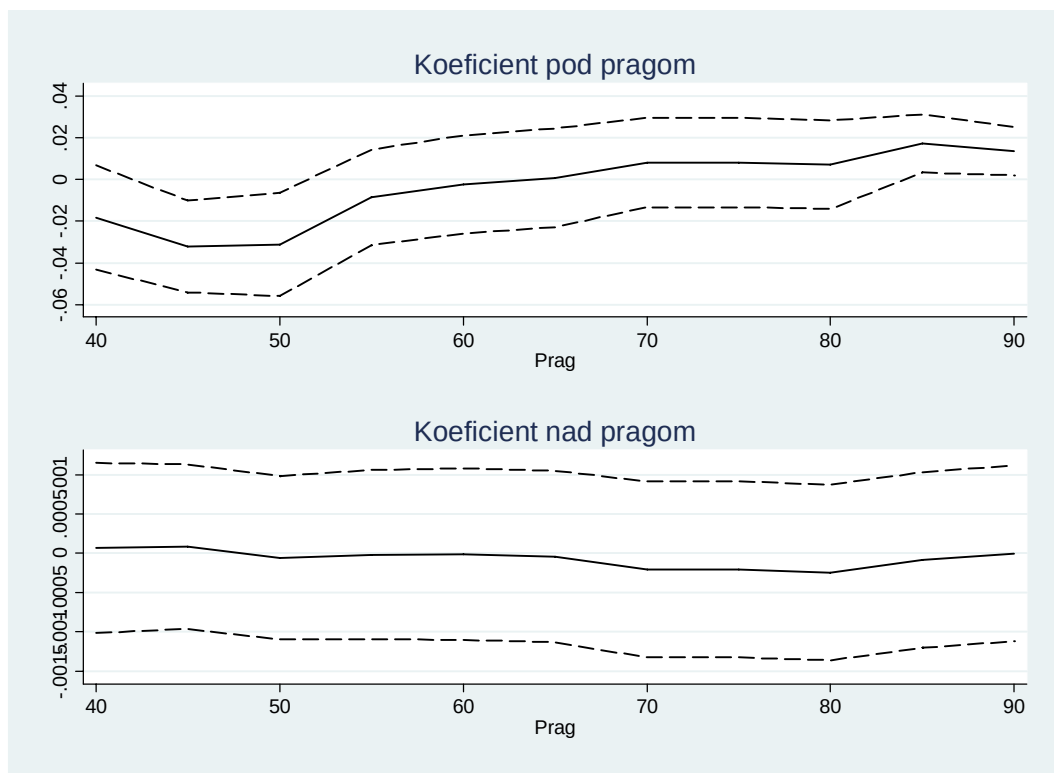
Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

Za tuje investitorje, banke in finančne posrednike je bistveno, kakšna je percepcija investicijskega tveganja posamezne države. Visoko investicijsko tveganje države bo povzročilo zvišanje premije za tveganje, višje stroške kapitala, povečata se lahko tudi negotovost in možnost narobe izbire pa tudi negotovost na področju upravljanja podjetij. Posledično bo v državo pritekalo manj kapitala, ta lahko začne tudi odtekat, kar pa lahko upočasni gospodarsko rast. Pri nizkem investicijskem tveganju naj bi proces potekal v obratni smeri. Empirična analiza potrjuje omenjeno sklepanje (glej *Slika 9, str. 36*). Iz slike 9 je tako razviden statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v državah z visokim investicijskim tveganjem (ocene nekje med 40 in 50). Statistično značilen pozitiven vpliv procesa finančne

integracije se pokaže v državah z nizkim investicijskim tveganjem – pri povprečnih ocenah nekje nad 80. V povprečju najmanj tvegane so države regije EU, najbolj pa države Latinske Amerike.

Slika 9: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - investicijsko tveganje



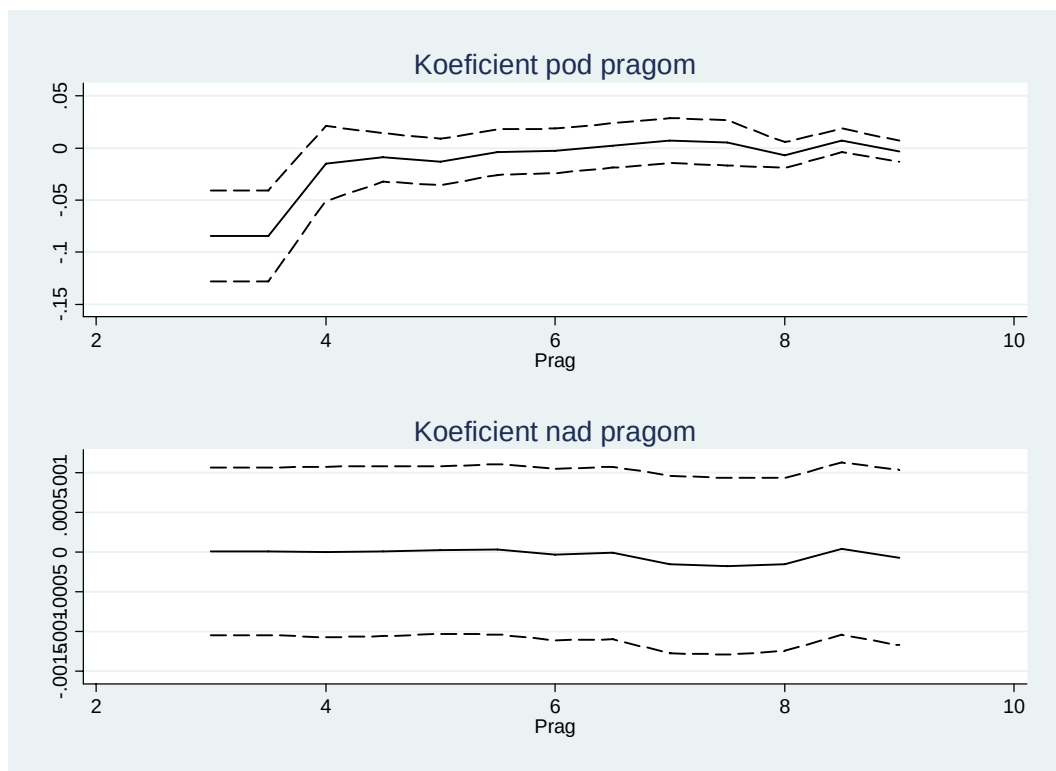
Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

Z investicijskim tveganjem je povezana tudi politična nestabilnost države (glej Slika 10, str. 37). Rezultati kažejo, da politično nestabilne države beležijo negativen vpliv finančne integracije, kritično mejo pa predstavljajo povprečne ocene nekje do 4. Pozitiven vpliv finančne integracije na rast v državah, kjer je politična nestabilnost ocenjena nekje okrog 8,5, je sicer neznačilen, vendar se spodnji interval zaupanja močno približa spodnji meji značilnosti. Predpostavljam, da bi bil vpliv finančne integracije v primeru ožjega, na primer 90 - odstotnega intervala zaupanja pri tej oceni že statistično značilno pozitiven. Ob tej predpostavki bi tako slika 10 zopet dobro prikazala nelinearne učinke finančne integracije na gospodarsko rast.

Za države je pomembna tudi njena kreditna oziroma bonitetna ocena. V diplomskem delu kreditna ocena držav pomeni možnost neizpolnjevanja obveznosti, ki temelji na oceni najpomembnejših političnih, ekonomskih in finančnih indikatorjev posameznih držav. Višje kot je bonitetna ocena države, bolj je ta privlačna za investitorje in druge države, saj se ti izpostavljajo manjšim tveganjem. Slika 11 (glej str. 37) prikazuje pomen bonitetne ocene države (angl. *country credit rank*) pri vplivih mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast.

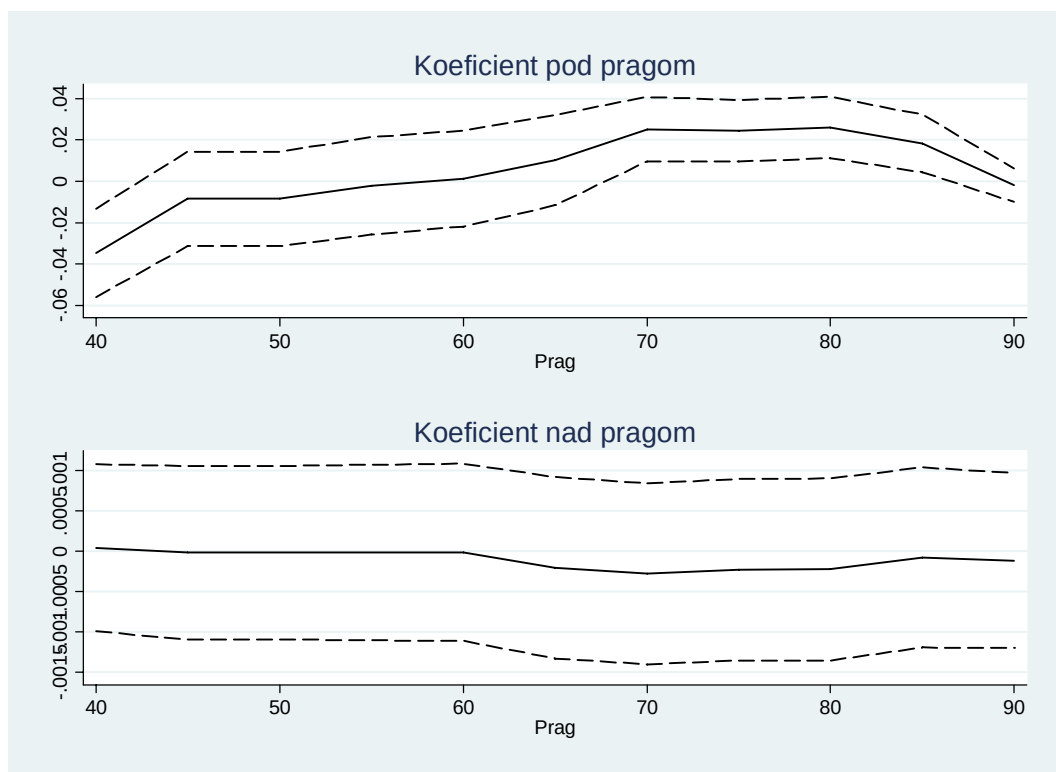
Slika 10: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - politična stabilnost držav



Opomba. 95 – odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

Slika 11: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - bonitetna ocena države



Opomba. 95 – odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

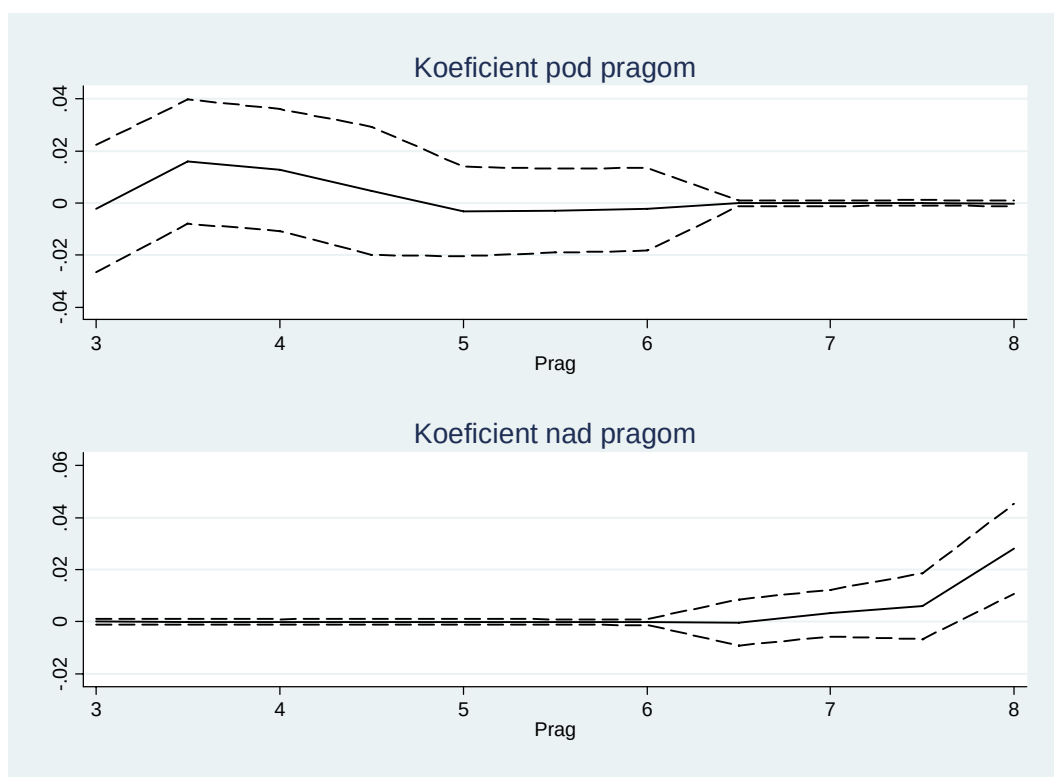
Vir: Lasten izračun.

Empirična analiza, prikazana na sliki 11 (glej *str.* 37), pokaže statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na rast v državah s povprečno oceno nekje manj od 45. Pozitiven vpliv finančne integracije pa se pokaže v državah s povprečnimi ocenami nekje od 70 do 85. V prvo skupino držav z negativnim vplivom finančne integracije spadajo predvsem države Latinske Amerike, nekatere države Jugovzhodne Azije (Filipini, Indonezija) ter tranzicijski državi Rusija in Romunija, drugo skupino pa večinoma zastopajo države EU.

Dva izmed pozitivnih vplivov finančne integracije sta večji dostop do zunanjega financiranja in večja razpoložljivost le-tega. To pa pozitivno vpliva na gospodarsko rast ne le zaradi večje količine tujih vlaganj, temveč se investicijska dejavnost poveča tudi pri domačih investitorjih. Zaradi dostopnejših in zadostnih virov financiranja se izboljšata poslovanje in konkurenčnost podjetij (vlaganje v raziskave, razvoj, izobraževanje kadra, širjenje na druge trge in podobno), kar ima prav tako pozitiven vpliv na gospodarsko rast.

Rezultati empirične analize na sliki 12 potrdijo predvidevanja, saj je vpliv finančne integracije na rast glede na zadostnost in razpoložljivost zunanjega financiranja statistično značilno pozitiven v primeru, ko je njegova povprečna ocena nekje nad 7,5, velja pa za razvite države.

Slika 12: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - zadostnost in razpoložljivost zunanjega financiranja

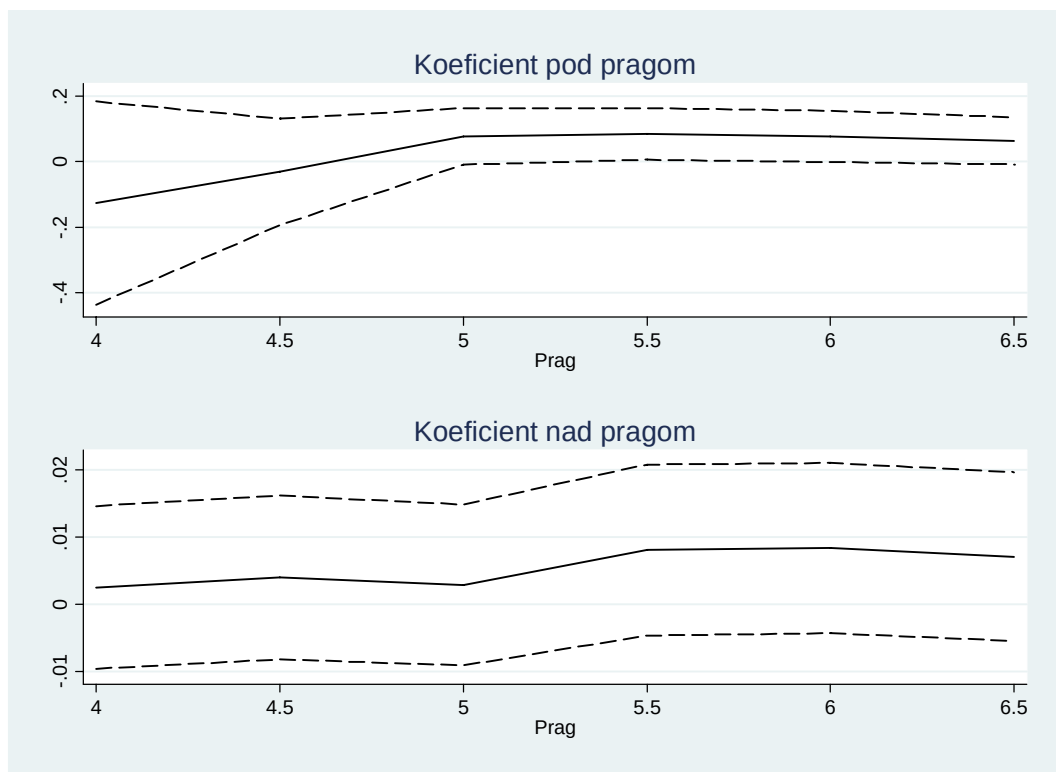


Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI = vsota tujih sredstev in obveznosti glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

V empirični analizi sem preverila tudi pomen transparentnosti vladnih politik. Jasnost vladnih politik pozitivno vpliva na ugled države, na zmanjšanje negotovosti in s tem manjšo volatilitnost gospodarstva, večje meddržavno zaupanje in sodelovanje. Posredno le-to spodbudno vpliva na investiranje v »prave« panoge, s tem pa na višjo kakovost portfelja, lažje pridobivanje sredstev financiranja in na večjo privlačnost za pritoke iz tujine. Predpostavljala sem pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast ob učinkoviti transparentnosti vladnih politik. Ker se rezultati v primeru, ko sem kot mero finančne integracije uporabila vsoto sredstev in obveznosti glede na BDP, niso izkazali kot statistično značilni, sem jih preverila še v primeru, ko mero finančne integracije zastopa vsota stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP (glej *Slika 13*).

Slika 13: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - transparentnost vladnih politik



Opomba. 95- odstotni interval zaupanja. IFI=vsota stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

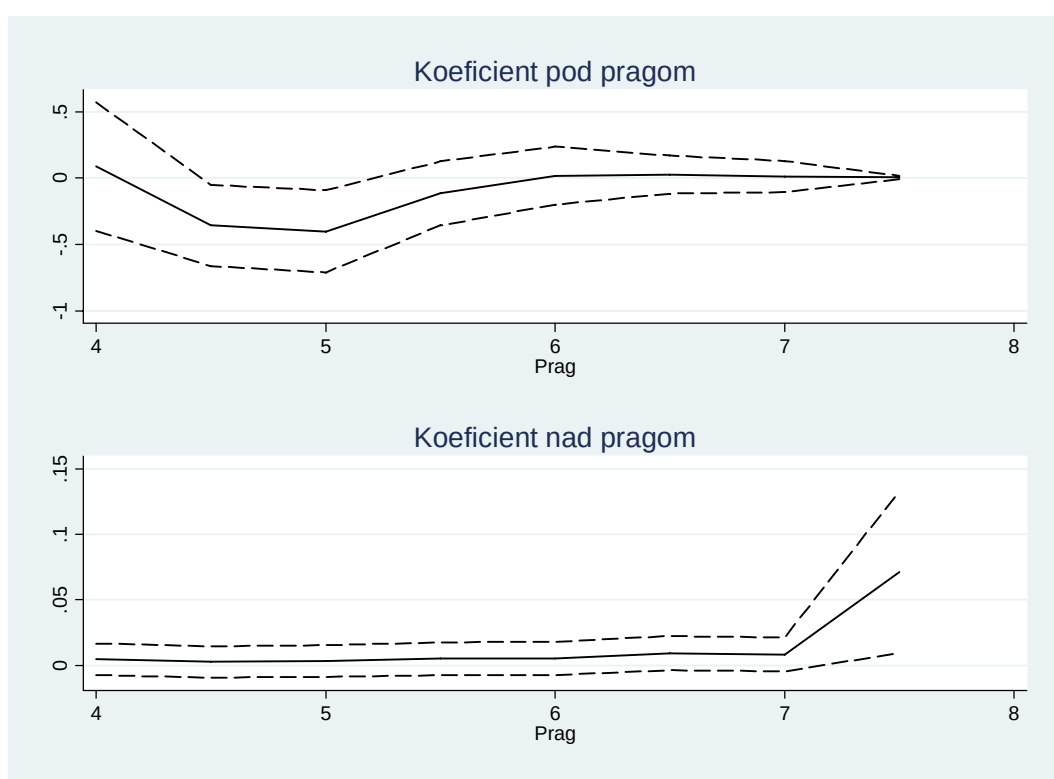
Rezultati so tokrat pokazali statistično značilne pozitivne rezultate za skupino držav, kjer je transparentnost vladnih politik v povprečju ocenjena precej dobro, in sicer nekje višje od 5,5, kamor spadajo razvite države.

Vsoto stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij sem kot mero finančne integracije zaradi statistično neznačilnih rezultatov z osnovno mero finančne integracije uporabila tudi v

primeru spremenljivk tokovi kapitala v smeri banke-podjetja in zakonodaja, ki uspešno preprečuje prisotnost neprave konkurence.

Slika 14 prikazuje pomen dostopnosti sredstev, v tem primeru bančnih posojil, pri vplivanju mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast. Lažji dostop do bančnih posojil pozitivno vpliva na investicijsko dejavnost v državi. Rezultati so pokazali statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na gospodarsko rast pri povprečnih ocenah nekje med 4,5 in 5,5 in statistično značilen pozitiven vpliv v primeru držav s povprečno oceno, višjo nekje od 7. V prvi skupini prevladujejo tranzicijske države, v drugi pa zelo razvite države, na primer skandinavske države, Avstralija, Švica in Singapur.

Slika 14: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - dostopnost bančnih posojil



Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI= vsota stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP.

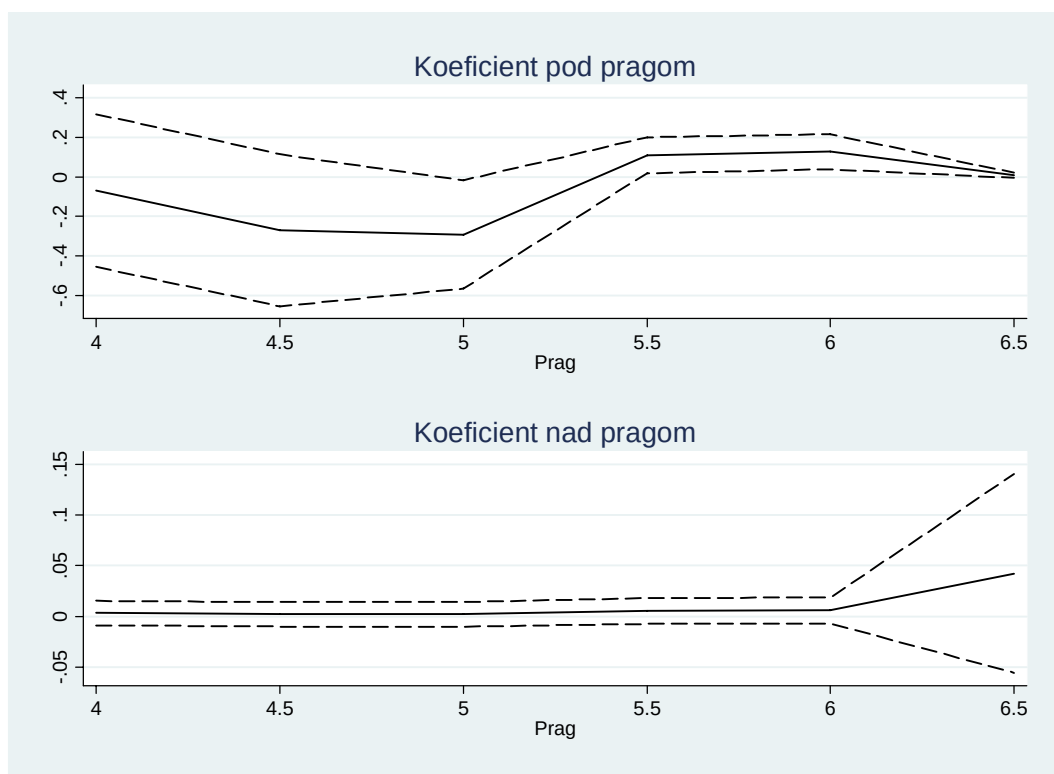
Vir: Lasten izračun.

Preverila sem tudi uspešnost pravnega okvira pri preprečevanju neprave konkurence (glej *Slika 15, str. 41*). Njegova uspešnost daje pozitivno zunanjo podobo države, da ta skrbi za zdravo podjetniško okolje, kar pozitivno vpliva na večjo pripravljenost vlaganja v to državo. Tudi rezultati so podprli teoretična sklepanja.

Z grafa na sliki 15, ki prikazuje vpliv mednarodne finančne integracije na gospodarsko rast glede na učinkovitost zakonodaje in pravnih organov pri preprečevanju tržnih nepravilnosti in neprave konkurence, je razviden statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na gospodarsko

rast v državah s povprečno oceno učinkovitosti pri preprečevanju neprave konkurence okrog 5, kamor spada večina držav Latinske Amerike in nekatere tranzicijske države. Pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast pa je opažen v državah s povprečno oceno učinkovitosti zakonodaje na področju odpravljanja tržnih nepravilnosti nekje med 5,5 in 6,5, kamor spada večina držav EU.

Slika 15: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - učinkovitost preprečevanja neprave konkurence



Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. IFI= vsota stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

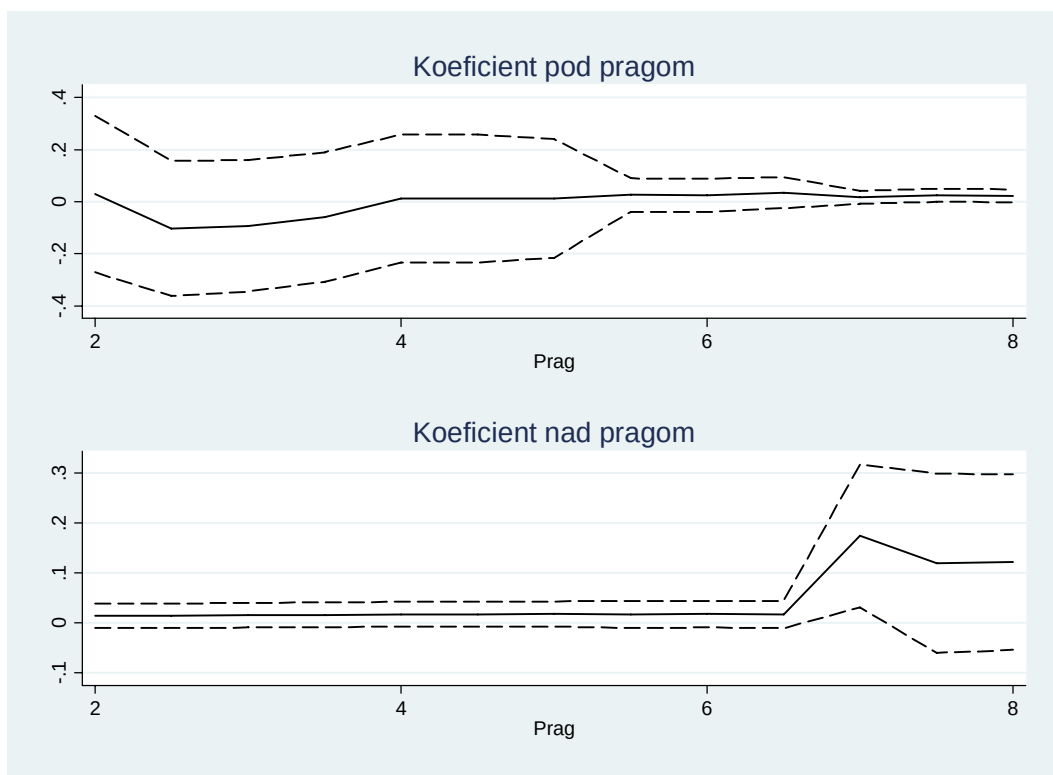
Izvedenih je bilo precej raziskav o povezavi med ravno korupcije in gospodarsko rastjo držav. Rezultati empiričnih analiz ostajajo mešani, v splošnem pa prevladuje mnenje, da korupcija negativno vpliva na dolgoročno rast držav. Negotovost in visoki stroški investicij zaradi visokih podkupnin negativno vplivajo na željo po investiranju tako domačih kot tujih investorjev (Wei, 1997, str. 4).

Zadeva postane nekoliko bolj zapletena, ko v odnos korupcija-gospodarska rast vključimo še proces finančne integracije. Blackburn in Forgues - Pucio (2005, str. 5 - 10) poudarjata pozitivno korelacijo med korupcijo in procesom finančne integracije. Korupcija naj bi v primeru manjšega števila restrikcij na finančnih trgih narasla in negativno vplivala na gospodarsko rast. S korupcijo pridobljena sredstva namreč hitreje (prikrito) potujejo čez mejo na bančne račune tujih bank, s čimer se manjša sicer želena akumulacija kapitala doma. Avtor pravi, da bo tako finančna integracija koristna le za države z izjemno dobrim nadzorom nad korupcijo, saj bo v nasprotnem

primeru negativen vpliv korupcije prevelik in bi bilo za državo bolje, da bi ostala ekonomsko zaprta, dokler se stanje ne izboljša. Zhang (2008, str. 1) opozarja na dokaze o pozitivni povezavi med korupcijo in finančnimi krizami. Zadnja azijska kriza je primer, ko so se države z več korupcije soočale z večjimi krizami; to velja predvsem za Indonezijo in Tajsko.

Predvidevala sem, da bodo rezultati pokazali statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na rast v državah, kjer je višja prisotnost korupcije in obratno za države, kjer je te manj. Rezultati so se tako v primeru vsote sredstev in obveznosti glede na BDP kot tudi v primeru uporabe vsote stanj vhodnih in izhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP kot mere finančne integracije vedno izkazali kot statistično neznačilni. Enako analizo enačbe (13) sem zato preizkusila v primeru, ko mero finančne integracije zastopa vsota stanj vhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP (*fdiin*). Rezultati (glej *Slika 16*) so pokazali statistično značilen pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v državah, kjer je korupcija prisotna v manjši meri, in sicer povprečna ocena znaša nekje med 6,5 in 7,5. V to skupino spadajo večinoma zelo razvite države ter države z zelo aktivnim delovanjem finančnih trgov, na primer Hongkong, Luksemburg in Švica.

Slika 16: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast - prisotnost korupcije



Opomba. 95 - odstotni interval zaupanja. *IFI*= vsota stanj vhodnih neposrednih tujih investicij glede na BDP.

Vir: Lasten izračun.

Sklep

Eksplozija kapitalskih tokov na trge v razvoju v zgodnjih devetdesetih in finančne krize v poznih devetdesetih letih so zopet obudile razprave o pomenu liberalizacije finančnih trgov oziroma o prednostih in slabostih finančne integracije ter predpogojih za njeno učinkovito izvedbo.

Ob prevelikih kapitalskih tokovih obstaja nevarnost apreciacije domače valute, povišanja inflacije, zmanjšanja konkurenčnosti države, izrinjanje domačih podjetij zaradi prihoda tujih, bolj konkurenčnih. Zaradi tržnih nepravilnosti lahko pride do napačnih izbir in pretiranih odzivov investorjev, ki s tem povzročajo volatilitno v gospodarstvu. Posledično se nosilci odločitev v državah večkrat nagibajo k nadziranju in omejevanju kapitalskih tokov. Zadnje kratkoročno sicer res omili probleme v gospodarstvu, dolgoročno pa lahko zaustavlja gospodarsko rast. Liberalizacija finančnih trgov naj bi namreč pozitivno vplivala ne le na višji pritok tujega kapitala v obliki posojil, investicij in lastniškega kapitala, temveč tudi na izboljšanje institucionalnega okvira v državah, vključenih v proces finančne integracije. Z aktivnejšim vzpostavljanjem podjetij doma ter njihovo udeležbo na tujih trgih in borzah se zvišujejo standardi v poslovanju, hkrati pa se večja potreba po poenostavitvi poslovanja, urejeni zakonodaji na področju neprave konkurence in ostalih tržnih nepravilnosti, povečanju transparentnosti vladnih politik, manjši korupciji in zapletenosti birokratskih postopkov ter s tem manj zapleteni vzpostavitvi novih podjetij.

S finančno integracijo se poveča tudi dostop do novih znanj, informacij in tehnologij, kar lahko poveča konkurenčnost države. Pomemben stranski učinek omenjenega procesa je tudi večja delitev in razpršitev tveganja, kar pozitivno vpliva na investicijsko dejavnost in vlaganje v inovacije, vse to pa spodbudno vpliva na višjo gospodarsko rast. Kljub jasnim teoretičnim predpostavkam, empirične raziskave ne podajajo jasnih in popolnoma robustnih dokazov za pozitivno korelacijo med procesom finančne integracije in gospodarsko rastjo. Številni avtorji razloge za to najdejo v različni ročnosti in področjih analiz.

Empirična analiza diplomskega dela je dokazala statistično značilen pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast v državah v razvoju, in sicer v državah Latinske Amerike, Jugovzhodne Azije in v tranzicijskih državah. Rezultati v primeru držav Evropske unije in ostalih držav so bili statistično neznačilni. Rezultati podpirajo predvidevanja o nelinearnosti vpliva finančne integracije na rast. Mejna koristnost finančne integracije za že razvite in močnejše integrirane države je namreč precej manjša kot za države v razvoju, ki so se šele vključile v proces liberalizacije.

Pripravljenost držav na sam proces finančne integracije na področju institucij se je po pregledu rezultatov empirične analize pokazala za pomembno. Rezultati so potrdili potrebo po učinkovitosti in dobri razvitosti institucionalnega okvirja.

Izredno pomembna je možnost enostavnega poslovanja in vzpostavitve novih podjetij ter spodbujanje konkurenčnega okolja. V državah s slabšo učinkovitostjo na omenjenih področjih je bil vpliv finančne integracije statistično značilno negativen, v primeru precej visokih povprečnih ocen pa je proces liberalizacije statistično značilno pozitivno vplival na gospodarsko rast. Med države s slabšimi povprečnimi ocenami večinoma spadajo tranzicijske države, medtem ko se države Latinske Amerike izredno dobro izkažejo na področju podpore pri vzpostavljanju novih podjetij, države Jugovzhodne Azije pa glede fleksibilnega okolja in s tem enostavnosti poslovanja. V vseh primerih se v skupino višjih povprečnih ocen uvrščajo številne razvite države EU in razvite države iz skupine »ostalo«, ki posledično tudi pogosto beležijo statistično značilen pozitiven vpliv finančne integracije na gospodarsko rast.

V primeru ustrezne zakonodaje pri preprečevanju neprave konkurence in vzpodbujanju zdrave, se najslabše izkažejo države Latinske Amerike in tranzicijske države, med državami Jugovzhodne Azije pa gre najslabše Indoneziji. V omenjenih državah to povzroča statistično značilne negativne vplive finančne integracije na rast. S statistično značilnimi pozitivnimi vplivi se soočajo razvite države. S statistično značilnim pozitivnim vplivom finančne integracij na rast glede na raven korupcije se srečujejo le razvite države z zelo nizko stopnjo korupcije v državi.

Najslabše bonitetne ocene držav, kjer je vpliv finančne integracije statistično značilno negativen, beležijo predvsem države Latinske Amerike in Jugovzhodne Azije ter Rusija in Romunija. Rezultati kažejo najvišje investicijsko tveganje predvsem na področju Latinske Amerike, pri razpoložljivosti in dostopnosti bančnih posojil pa najbolj zaostajajo tranzicijske države. Zanimivo je, da je vpliv finančne integracije ob ustrezni transparentnosti finančnih institucij statistično značilno pozitiven v državah z izredno nizkimi povprečnimi ocenami ravno v začetku tega odstavka omenjenih regijah. To je sicer v nasprotju s pričakovanji, toda del rezultata lahko utemeljimo z dejstvom, da so te države v opazovanem obdobju večinoma beležile predvsem pritoke neposrednih tujih investicij in ne pritokov kapitala v obliki posojil ali portfolio-investicij. To sovpada tudi z njihovo slabo kreditno oziroma bonitetno oceno, ne nazadnje pa tudi z rezultati slabe dostopnosti do bančnih posojil, kar v tem primeru vpliva na statistično značilno negativen vpliv finančne integracije na rast predvsem v tranzicijskih državah. Poleg tega razpoložljivost, dostopnost in zadostnost zunanjega financiranja statistično značilno pripomorejo k rasti večinoma le v zelo razvitih državah z visokimi povprečnimi ocenami te spremenljivke.

Na podlagi empirične analize lahko opazimo, da je pri procesu mednarodne finančne integracije institucionalni okvir izredno pomemben. Le v redkih primerih je med države, ki beležijo statistično značilen negativen vpliv finančne integracije na rast, spadala že razvita in finančno integrirana država; take rezultate so večinoma beležile regije v razvoju. Iz tega sledi, da je finančna integracija ne samo odvisna od institucionalnega okvira, temveč velja predpostaviti, da je spodbudno vplivala tudi na njegov razvoj v danes že razvitih državah. Te so izvedle ustrezne

institucionalne ukrepe, s čimer so med drugim omogočile čim bolj učinkovito absorpcijsko sposobnost gospodarstva in doseganje današnje ravni razvitosti.

Zaradi neurejenih pravnih področij in ustreznega nadzora so se države v razvoju konec devetdesetih let že soočale s finančnimi krizami, a kljub temu v splošnem za enajstletno opazovano obdobje beležijo statistično značilne pozitivne vplive finančne integracije na rast; očitno predvsem na račun učinkovitih neposrednih tujih investicij, ki velik pomen pripisujejo fleksibilnosti okolja, nezapletenosti birokratskih procesov, enostavnosti pri vzpostavljanju podjetij ter izvajanju posla, kjer se države v razvoju izkažejo kot precej učinkovite. Verjetno pa na prevlado pozitivnih učinkov nad negativnimi prispevajo tudi drugi, v tem diplomskem delu nepreverjeni dejavniki, ki determinirajo pozitiven predznak učinkov finančne integracije na gospodarsko rast in so lahko v bodoče tudi predmet nadaljnjih raziskav.

Literatura in viri

1. Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. (2005, november). *Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*. Najdeno 15. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.people.hbs.edu/lalfaro/lucas.pdf>.
2. Alfaro, L., Charlton, A. (2007, februar). *International Financial Integration and Entrepreneurial Firm Dynamics*. Najdeno 18. februarja na spletnem naslovu <http://www.hbs.edu/research/pdf/07-012.pdf>.
3. Andersen, P., Moreno, R. (2005). *Financial integration: an overview*. BIS Papers, No. 23. Najdeno 28. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap23_overview.pdf.
4. Baele, L., Ferrando A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C. (2004, april). *Measuring European Financial Integration in the Euro Area*. ECB Occasional Paper No. 14. Frankfurt: ECB. Najdeno 12. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocpl4.pdf>.
5. Baltagi H. B. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester: John Wiley & Sons.
6. Blackburn, K., Forgues-Pucio, G.F. (2005). *Financial Liberalisation, Bureaucratic Corruption and Economic Development*. Najdeno 13. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://opus.zbw-kiel.de/volltexte/2006/4731/pdf/Forgues.pdf>.
7. Coricelli, F., Brezigar – Masten, A., Masten, I. (2008). Non-linear growth effects of financial development: Does financial integration matter? *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 295 - 313.
8. De Gregorio, J. (1996, julij). *Financial Integration, Financial Development and Economic Growth*. Center for Applied Economics, Dept. Of Industrial Engineering, Universidad de Chile, Santiago. First draft. Najdeno 3. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.bcentral.cl/jdegredo/pdf/jdeg-finint.pdf>.
9. De Gregorio, J., Guidotti, P. (1995). Financial Development and economic growth. *World Development* 23(3), 433 - 448.
10. Dell'Ariccia, G., Marquez, R. (2004). Information and Bank Credit Allocation. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 185 - 214.

11. *The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction*. (2004). Department for International Development. Policy Division Working Paper. Najdeno 23. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.dfid.gov.uk/Pubs/files/finsecworkingpaper.pdf>.
12. Edison, J. H., Levine, R., Ricci, L., Slok, T. (2002, september). *International Financial Integration and Economic Growth*. NBER Working Paper No.9164. Najdeno 23. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w9164.pdf>.
13. Ekinici, F. M., Kalemli-Ozcan, S., Sørensen, B. (2007, september). *Financial Integration within EU countries: The Role of Institutions, Confidence and Trust*. NBER Working Paper No. 13440. Najdeno 13. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.nber.org/papers/w13440.pdf?new_window=1.
14. *Financial integration*. Chapter 5. Najdeno 3. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubB-2002E_7384.pdf.
15. Gelos, R. G., Wei, S. (2002, oktober). *Transparency and International Investor Behaviour*. NBER Working Paper No. 9260. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. Najdeno 12. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.nber.org/papers/w9260.pdf?new_window=1.
16. Green, W.H. (1997). *Econometric Analysis*. (3rd Edition). New Jersey: Prentice Hall, Pearson Education International.
17. Grossman, G. (1984). International Trade, Foreign Investment and the Formation of the Entrepreneurial Class. *American Economic Review*, 74(4), 605 - 614.
18. Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M., Pagano, M. (2004). Financial market integration and economic growth in the EU. *Economic policy*, 19(40), 523 - 577.
19. *IMD - World Competitiveness Center Online*. Podatkovna baza. Najdeno 5. januarja 2008 na spletnem naslovu www.worldcompetitiveness.com/online.
20. *International monetary fund: International Financial Statistics*. Podatkovna baza. Najdeno 5. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.imfstatistics.org/imf/about.asp>.
21. Jain, S., Bhanumurthy N.R. (2005). Financial markets integration in India. *Asia-Pacific Development Journal*, 12(2), 15 - 32.

22. Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B. E., Yosha, O. (2003). Risk sharing and industrial specialization: regional and international evidence. *American Economic Review*, Nashville, 93(3), 903 - 918.
23. Kaminsky, L. G. (2004). International Capital Flows: A blessing or a curse? F.Bourguignon, P. Jacquet & B. Pleskovic (ur.), *Annual World Bank Conference on Development Economics – Europe: Economic Integration and Social Responsibility* (str.139 - 173). Washington DC: The World Bank.
24. Kaminsky, L. G., Reinhart, M. C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review*, 89(3), 473 - 500.
25. Kaminsky, L. G., Schmukler, S. L. (2003, junij). *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization*. NBER Working Paper No. 9787. Najdeno 2. aprila 2008 na spletni strani <http://www.nber.org/papers/w9787.pdf>.
26. King, R. G., Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary economics*, 32(3), 513 - 542.
27. Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. (2003). *International Financial Integration*. International Monetary Fund, IIS Discussion Paper No. 3/86. Najdeno 12. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0386.pdf>.
28. Lane in Milesi-Ferretti (2002). Podatkovna baza.
29. Lensink, R., Morrissey, O. (2006). Foreign Direct Investment: Flows, Volatility and the Impact on Growth. *Review of International Economics*, 14(3), 478 - 493.
30. Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688 - 726.
31. Levine, R., Demirguc-Kunt, A. (2008). *Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth*. Paper prepared for the Growth Commission. Najdeno 5. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_growth_commission.pdf.
32. Martin, P., Rey, H. (2005). *Globalization and Emerging Markets: With or without crash?* NBER Working Paper 9288. Najdeno 6. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.nber.org/papers/w11550.pdf?new_window=1.

33. Mishkin F.S. (2003). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. United States of America: Addison Wesley.
34. North, D.C. (1990). *Institutions, institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
35. Peterlin, J., Repovž, L. (2000). *Financiranje*. Koper: Visoka šola za management.
36. Prasad, E. S, Rogoff, K., Wei, S., Kose, A. M. (2003, 17.marec). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. Occasional Paper No. 220. Washington DC: International Monetary Fund. Najdeno 11. januarja na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>.
37. Prohaska, Z. (2004) *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
38. Redek, T (2001). *Razvoj ekonomske teorije: vaje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
39. Ribnikar, I. (2003). *Monetarna ekonomija I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Rodrik, D. (1998, februar). *Who needs capital account convertibility?* Princeton Essay in International Finance, No. 207. Princeton NJ: Princeton University, str. 55-65. Najdeno na 14. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/essay.PDF>.
41. Rodrik, D. (1999, oktober). *Institutions for High Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them*. NBER working paper No. 7540. Najdeno 12. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/institutions.PDF>.
42. Saunders, A., Millon, C. M. (2005). *Financial institutions Management*. (5th Edition). United States of America: McGraw-Hill/Irwin.
43. Schularick, M., Steger, M. T. (2007, april). *Financial Integration, Investment, and Economic Growth. Evidence From Two Eras of Financial Globalization*. Substantially revised version of CESifo Working Paper No. 1691. Najdeno 12. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.jfki.fu-berlin.de/faculty/economics/persons/schularick/International_Financial_Integration.pdf.
44. Senjur, M. (1993). *Makroekonomija malega odprtega gospodarstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Senjur, M. (2002). *Razvojna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

46. Shaw, E. (1973): Financial Deepening in Economic Development. New York: *Oxford University Press*, 1(1), 81 - 84.
47. Stulz, M. R. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1598 - 1638.
48. Sušjan, A. (2002). *Teorija ekonomske rasti. Klasična, neoklasična, keynesianska*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Toniolo G., Conte L., Vecchi G. (2003). Monetary union, institutions and financial market integration. CEPR Discussion Paper No. 3684, *Explorations in Economic History*, 40, 443 – 461.
50. Wei, S. (1997, november). *Why is corruption so much more taxing than tax? Arbitrariness Kills*. NBER Working Paper 6255. Najdeno 18. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w6255.pdf>.
51. Wolf, M. (2004). *Why globalization works*. New Haven, CN: Yale University Press.
52. World Bank Quick Query. Podatkovna baza. Najdemo 6. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://sima-ext.worldbank.org/query/>.
53. Wyplosz, C. (2001, september). *How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?* G-24 Discussion Paper Series, No. 14, Research papers for the Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs, United Nations Publication. Najdeno 15. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.unctad.org/en/docs/pogdsmdpb24d14.en.pdf>.
54. Zhang, H. (2008, april). *Corruption, Economic Growth and Macroeconomic Volatility*. Perspectives, 2(1). Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.oycf.org/Perspectives/7_083100/corruption.htm.

PRILOGE

Priloga 1: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast – tržna kapitalizacija.

Tabela 1: Finančna integracija in gospodarska rast – tržna kapitalizacija

MERA FINANČNE INTEGRACIJE→	<i>TASLIABM</i>	<i>TLIAB</i>	<i>TFDI</i>	<i>FDIIN</i>
<i>BDPrast_{t-1}</i>	-0,056 (0,059)	-0,132** (0,064)	-0,046 (0,052)	-0,055 (0,052)
<i>IFI (ena izmed mer finančne integracije)</i>	-0,000 (0,001)	-0,000 (0,001)	0,009 (0,006)	0,026** (0,013)
<i>Tržna kapitalizacija</i>	0,014** (0,006)	0,007 (0,007)	0,009 (0,006)	0,007 (0,006)
<i>Deficit(presežek)</i>	0,587*** (0,114)	0,673*** (0,119)	0,514*** (0,113)	0,480*** (0,111)
<i>Inflacija</i>	-0,123*** (0,023)	-0,157*** (0,026)	-0,136*** (0,023)	-0,135*** (0,023)

*Opomba. Rezultati GMM analize splošne enačbe. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%.*

Vir: Lasten izračun.

Priloga 2: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast – posojila

Tabela 2: Finančna integracija in gospodarska rast – domača posojila

MERA FINANČNE INTEGRACIJE→	<i>TASLIABM</i>	<i>TLIAB</i>	<i>TFDI</i>	<i>FDIIN</i>
<i>BDPrast_{t-1}</i>	- 0,124** (0,059)	-0,128** (0,062)	-0,058 (0,051)	-0,068 (0,051)
<i>IFI (ena izmed mer finančne integracije)</i>	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,009 (0,007)	0,020 (0,013)
<i>Domači krediti</i>	-0,093*** (0,020)	-0,071*** (0,022)	-0,049*** (0,014)	-0,046*** (0,014)
<i>Deficit(presežek)</i>	0,589*** (0,111)	0,645*** (0,117)	0,482*** (0,107)	0,477*** (0,106)
<i>Inflacija</i>	-0,097*** (0,022)	-0,115*** (0,026)	-0,103*** (0,022)	-0,100*** (0,022)

Opomba. Rezultati GMM analize splošne enačbe. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%.

Vir: Lasten izračun.

Priloga 3: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – FD.

Tabela 3: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah - vsota stanj vhodnih neposrednih tujih investicij

	<u>NELINEARNOST V IFI</u>	<u>NELINEARNOST V IFI, FD</u>
<i>BDPrast_{t-1}</i>	0,020 (0,049)	0,023 (0,048)
<u>dLAFD*</u>	-0,112 (0,179)	-0,079 (0,158)
<u>dJVFD</u>	0,089** (0,043)	0,067 (0,044)
<u>dTRFD</u>	0,064 (0,096)	0,131 (0,094)
<u>dEUFD</u>	0,001 (0,006)	0,001 (0,005)
<u>dREFD</u>	0,064 (0,118)	0,082 (0,117)
<u>dLAMC**</u>	-	-0,093*** (0,022)
<u>dJVMC</u>	-	0,008 (0,007)
<u>dTRMC</u>	-	-0,035 (0,028)
<u>dEUMC</u>	-	-0,004 (0,006)
<u>dREMC</u>	-	-0,005 (0,008)
<i>mcapcred</i>	-0,005 (0,005)	-
<i>defsur</i>	0,435*** (0,090)	0,437*** (0,082)
<i>inflat</i>	-0,093*** (0,020)	-0,074*** (0,020)

Opomba 1. Rezultati GMM analize. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%.

Opomba 2. *Primer: dLAFD= nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) * tfdi. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke. (dEU=regija EU, dJV=regija JV Azije, dTR=regija tranzicijskih držav, dRE=ostale države). **Primer: dLAMC= nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) * mcapcred. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**MC.

Vir: Lasten izračun.

Priloga 4: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – FN.

Tabela 4: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast – vsota stanj vhodnih neposrednih investicij

	<u>NELINEARNOST V IFI</u>	<u>NELINEARNOST V IFI, FD</u>
<i>BDPrast_{t-1}</i>	0,039 (0,049)	0,042 (0,476)
<u>dLAFN*</u>	-0,107 (0,231)	-0,0745 (0,202)
<u>dJVFN</u>	0,176* (0,089)	0,132 (0,092)
<u>dTRFN</u>	0,077 (0,106)	0,147 (0,103)
<u>dEUFN</u>	0,004 (0,011)	0,004 (0,011)
<u>dREFN</u>	0,024 (0,150)	0,0342 (0,151)
<u>dLAMC**</u>	-	-0,094*** (0,023)
<u>dJVMC</u>	-	0,009 (0,008)
<u>dTRMC</u>	-	0,039 (0,028)
<u>dEUMC</u>	-	-0,005 (0,006)
<u>dREMC</u>	-	-0,001 (0,008)
<i>mcapcred</i>	0,004 (0,005)	-
<i>defsur</i>	0,443*** (0,090)	0,441*** (0,081)
<i>inflat</i>	-0,088*** (0,020)	-0,072*** (0,018)

Opomba 1. Rezultati GMM analize. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%.

Opomba 2. *Primer: dLAFN= nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) *fdiin. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**FN. (dEU=regija EU, dJV=regija JV Azije, dTR=regija tranzicijskih držav, dRE=ostale države). **Primer: dLAMC= nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) *mcapcred. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**MC.

Vir: Lasten izračun.

Priloga 5: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – L.

Tabela 5: Vpliv finančne integracije na gospodarsko rast po regijah – vsota vseh obveznosti

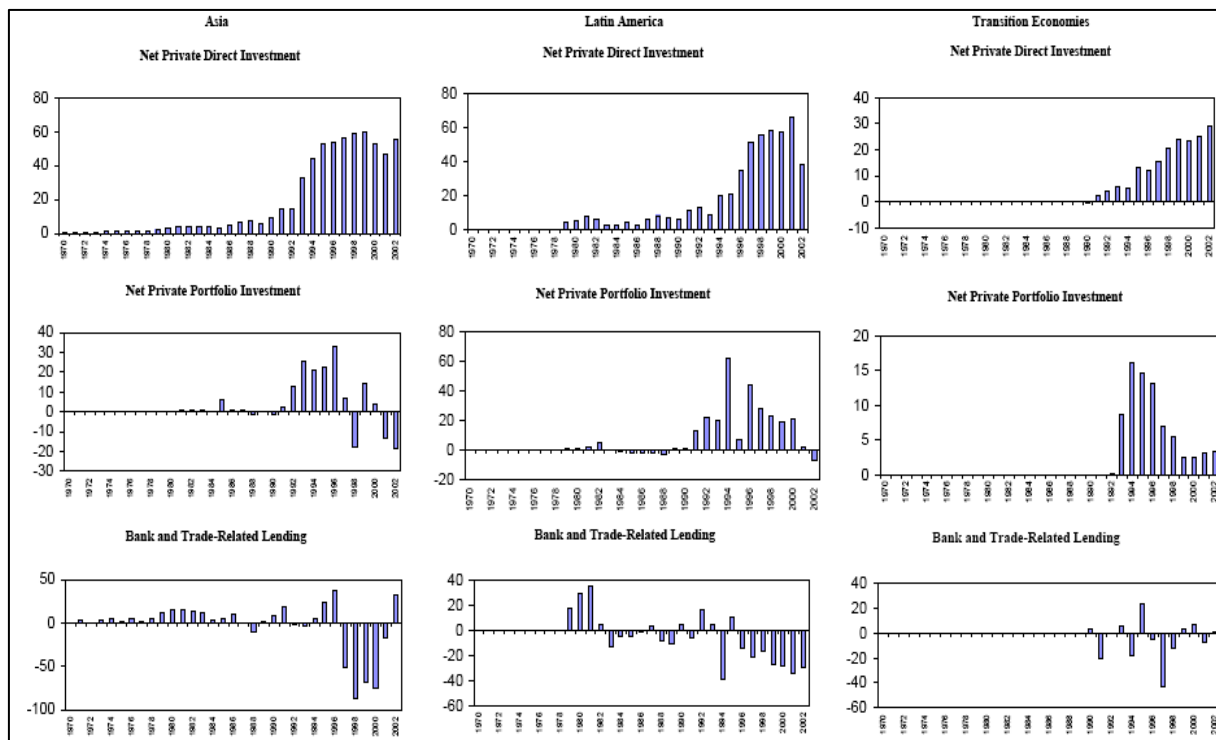
	<u>NELINEARNOST V IFI</u>	<u>NELINEARNOST V IFI, FD</u>
<i>BDPrast_{t-1}</i>	-0,065 (0,056)	-0,067 (0,054)
<i><u>dLAL</u></i>*	-0,030 (0,023)	0,038 (0,026)
<i><u>dJVL</u></i>	0,030** (0,014)	0,013 (0,015)
<i><u>dTRL</u></i>	0,053** (0,025)	0,081** (0,026)
<i>dEUL</i>	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
<i>dREL</i>	-0,006 (0,040)	0,001 (0,040)
<i>dLAMC</i>**	-	-0,102 (0,029)
<i>dJVMC</i>	-	0,0127 (0,010)
<i>dTRMC</i>	-	-0,072* (0,037)
<i>dEUMC</i>	-	0,001 (0,008)
<i>dREMC</i>	-	-0,008 (0,014)
<i>mcapcred</i>	-0,002 (0,006)	-
<i>defsur</i>	0,431*** (0,099)	0,434*** (0,089)
<i>inflat</i>	-0,105*** (0,022)	-0,104*** (0,208)

Opomba 1. Rezultati GMM analize. V oklepajih so ocene standardnih napak. ***, **, * pomenijo statistično značilnost pri 1%, 5% ali 10%.
 Opomba 2. *Primer: dLAL= nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) * tliab. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**L. (dEU=regija EU, dJV=regija JV Azije, dTR=regija tranzicijskih držav, dRE=ostale države). **Primer: dLAMC= nepravna spremenljivka Latinska Amerika (vrednost 1) * mcapcred. Enako velja za ostale nepravne spremenljivke d**MC.

Vir: Lasten izračun.

Priloga 6: Prikaz kapitalskih tokov po regijah.

Slika 1: Prikaz kapitalskih tokov v obliki neposrednih investicij, portfolio investicij ter bančnih posojil po regijah



Opomba. Net private direct investment – neto privatne neposredne investicije. Net private portfolio Investment – neto privatne portfolio-investicije, Bank and trade-related lending – bančna in s trgovanjem povezana posojila.

Vir: International capital flows: a blessing or a curse? Kaminsky, G. L., 2003, str. 142.