

INSTITUT DRUŠTVENIH NAUKA

Centar za ekonomska istraživanja

**GLOBALIZACIJA I
IZOLACIONIZAM**

BEOGRAD, 2017

Uredivački odbor:

dr Veselin Vukotić
dr Danilo Šuković
dr Mirjana Rašević
dr Zoran Lutovac
dr Vladimir Goati

Izdaje:

Centar za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka

Za izdavača:

dr Goran Bašić

Izdavanje ove knjige finansijski su pomogli:

Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja

Štampa:

**Razvojno-istraživački centar Grafičkog inženjerstva,
Tehnološko-metalurškog fakulteta, Karnegijeva 4, Beograd**

Tiraž:

200 primeraka

ISBN: 978-86-7093-170-1

CIP - Каталогизација у публикацији -
Народна библиотека Србије, Београд

316.32(082)
316.42(082)

GLOBALIZACIJA i izolacionizam / [uredivački odbor
Veselin Vukotić ...[et al.]]. - Beograd : Centar za ekonomska
istraživanja Instituta društvenih nauka, 2017 (Beograd : RIC
grafičkog inženjerstva Tehnološko-metalurškog fakulteta). -
454 str. ; 25 cm

"Zbornik radova 'Globalizacija i izolacionizam' je dvadeset
sedmi u dužoj tradiciji održavanja naučnih skupova i
izdavanja zbornika radova koje organizuje Centar za
istraživanja Instituta društvenih nauka u Beogradu."

-- Predgovor. - Tiraž 200. - Str. 7: Predgovor / Danilo
Šuković. -

Napomene i bibliografske reference uz radove. - Bibliografija
uz svaki rad.

- Abstracts.

ISBN 978-86-7093-170-1

a) Глобализација - Зборници b) Друштвене промене -
Зборници

COBISS.SR-ID 234512396

© 2017. Institut društvenih nauka - Centar za ekonomska istraživanja

Sva prava zadržana. Nijedan deo ove knjige ne može biti reprodukovana, presnimavan ili prenošen bilo kojim sredstvom, elektronskim, mehaničkim, za kopiranje ili na bilo koji drugi način, bez prethodne saglasnosti izdavača.

Jelena Zvezdanović Lobanova¹
Mikhail Lobanov²
Ivana Ostojić³

KONTROLA KRETANJA KAPITALA KAO PREPREKA MEDJUNARODNOM INVESTIRANJU

Apstrakt

Kapitalni tokovi predstavljaju ključan aspekt globalnog monetarnog sistema koji su praćeni brojnim prednostima za potencijalne zemlje domaćine. S druge strane, njihova veličina i volatilnost takode nameću brojne izazove kreatorima ekonomske politike. Osnovni cilj ovog rada je da ukaže na specifičnost prepreka kapitalnim tokovima kao instrumenata za zaštitu stabilnosti međunarodne privrede i prevencije bega kapitala. Najpre je prikazan pregled literature iz ove oblasti, a potom ukazano na efekte kontrole kapitala u upravljanju globalnim tokovima. Na kraju smo ukazali na vrste formalnih i neformalnih prepreka kapitalnoj mobilnosti.

Ključne reči: strane direktne investicije, prepreke, slobodno kretanje kapitala, formalne i neformalne barijere

CAPITAL CONTROLS AS BARRIERS TO INTERNATIONAL INVESTMENT

Abstract

Capital flows can be denoted as crucial aspect of global monetary system which are accompanied by numerous advantages for potential host countries. On the other hand, their size and volatility also impose a number of challenges for economic policy-makers. The aim of this paper is to highlight the specificity of capital flows restrictions as an instrument for the protection of the stability of the international economy and prevention of capital flight. First, we gave an overview of the literature from this field of research and, then, we pointed out the effects of capital controls in the global capital flow management. Finally, we stressed out the types of formal and informal barriers to capital mobility.

Key words: foreign direct investment, barriers, free capital flows, formal and informal restrictions

UVOD

Globalni tokovi kapitala obezbeđuju siromašnim i manje razvijenim zemljama finansijska sredstva neophodna za povećanje stope njihovog ekonomskog rasta pri tom narušavajući vezu

¹ Istraživačica saradnica Centra za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka u Beogradu

"Rad je deo projekta III47010: Društvene transformacije u procesu evropskih integracija – multidisciplinarni pristup koji je finansiran od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije."

² Viši naučni saradnik Instituta ekonomskih nauka Ruske akademije nauka, Moskva

³ Istraživačica saradnica Centra za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka u Beogradu

između domaće štednje i investicija (Economist, 2016). Otvaranjem svojih privreda, zemlje domaćini stranih direktnih investicija (SDI) dobijaju novu tehnologiju, menadžerski know-how i poslovne mreže. Međutim, uprkos brojnim prednostima koje prate kapitalne tokove (poput unapređenja efikasnosti, promovisanja konkurentnosti finansijskog sektora, povećanja kupovne moći i veća produktivna ulaganja), većina zemalja u svetu je bila prinudjena da u pojedinim situacijama primenjuje neku od mera njihovog ograničavanja poput uvođenja zvaničnih zabrana, restrikcija ili odugovlačenjem procesa odobravanja.

Iako predstavljaju najmanje rizičan oblik priliva stranog kapitala, pojedine komponente SDI u finansijskom i nefinansijskom sektoru mogu biti izvor potencijalnog rizika za domaći ekonomski sistem, usled čega bi posebno trebalo biti oprezan prilikom uvođenja i uklanjanja mera za njihovo ograničenje. Primenom ovih ograničenja, država direktno utiče na nivo, strukturu ili formu stranih investicija. Kapitalni tokovi su praćeni problemima koji se mogu dodatno produbiti usled postojanja jaza u finansijskoj i institucionalnoj infrastrukturi zemalja. Stoga se kontrola kapitala javlja kao ključan instrument makroprudencijalne politike prilikom sprečavanja nastanka distorzija u domaćoj privredi i rešavanju izazova na međunarodnom planu. Naučna javnost je podeljena oko pitanja da li su ograničenja kretanju kapitalnih tokova efektivna. Empirijske studije ne obezbeđuju donošenje jedinstvenog zaključka. I dok jedni autori navode da kontrola kapitala mogu biti korisne i opravdane isključivo u pojedinim okolnostima, drugi smatraju da se ovim merama stvaraju distorzije na finansijskom tržištu.

Prema pristalicama liberalizma, bilo koji vid ograničavanja prekograničnog kretanja kapitala smatrao se nepotrebnim. Ovakav stav je bio dominantan sve do finansijskih kriza nastalih u Latinskoj Americi tokom 1980-ih i Istočno-azijske krize 1997-1998. godine, kada je postalo više nego očigledno da je potrebno uspostaviti novi pristup regulisanju tokova kapitala. Neočekivano veliki priliv kapitala doneo je ovim zemljama ogromne probleme što je dovelo do potrebe preispitavanja politike Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) koju je ova institucija nesebično podržavala.

Osnovni cilj ovog rada je da ukaže na specifičnost prepreka kapitalnim tokovima kao instrumenata za zaštitu od nestabilnosti međunarodne privrede i bega kapitala. Najpre je prikazan pregled literature iz ove oblasti, a potom ukazano na pojam i efekte kontrole kapitala u upravljanju globalnim tokovima. Na kraju smo ukazali na vrste formalnih i neformalnih prepreka kapitalnoj mobilnosti.

PREGLED LITERATURE

U ekonomskoj literaturi ne postoji konsenzus o značaju kontrole kapitala budući da se ne može naći jedinstveni teorijski okvir za analizu njihovih makroekonomskih efekata. Većina autora zastupa mišljenje da nesmetana mobilnost kapitalnih tokova može doprineti pojavi makroekonomske nestabilnosti, neadekvatne alokacije resursa, brojnih tržišnih poremećaja i izazvati ranjivost finansijskog sistema, naročito u zemljama u razvoju.

Ostry i dr. (2011) ističu da prudencijalna regulacija i kontrole kapitala, pored toga što dovode do smanjenja pritiska na domaće bilanse, mogu imati i značaj uticaj na stvaranje poremećaja u privredi. Budući da ne postoji idealan skup mera za regulisanje tokova kapitala, autori napominju da se zemlje, pre nametanja bilo kakvih prepreka njihovom kretanju, moraju najpre osloniti na makroekonomske instrumente u kombinaciji sa politikama deviznog kursa. Iskustvo zemalja sa globalnom finansijskom krizom pokazuje da prudencijalne politike i kontrola kapitala primenjene u periodu uspona doprinose jačanju otpora tokom ekonomskog kraha.

Snažan priliv kapitala može izazvati ogromne probleme, pre svega aprecijaciju valute, koja štetno utiče na izvozne sektore, ekspanziju kredita i stvaranje mehurića na tržištu nekretnina koji mogu destabilizovati finansijski sektor (Habermeier i dr., 2011). Cardarelli i dr. (2010) nalaze da poštovanje kontrole kapitala generalno nije povezano sa boljim ekonomskim performansama. Odgovor zemalja na iznenadne kapitalne prilive zavisi, pre svega, od njihovog specifičnog karaktera, kao i prirode njihovih posledica i ciljeva. Autori ističu da osim toga kreatori ekonomske politike moraju uzeti u obzir široki spektar faktora zemlje domaćina poput faze poslovnog ciklusa i rezultate fiskalne politike.

S druge strane, rezultati empirijske studije Edwards (2007) bacaju sumnju na tvrdnju da je povećana kapitalna mobilnost ugrozila makroekonomsku stabilnost. Autor nije našao dokaz kojim bi potvrdio činjenicu da zemlje sa većom kapitalnom mobilnošću imaju veću verovatnoću nastanka krize u odnosu na zemlje sa nižom mobilnošću kapitala. Njegovi rezultati naglašavaju da se zemlje sa većom kapitalnom mobilnošću suočavaju sa većim troškovima u pogledu ekonomskog opadanja u kriznim situacijama.

Baba i Kokenyne (2011) smatraju da je uticaj kontrole kapitala na kapitalne tokove privremen i da zavisi od obimnosti paketa mera ekonomske politike, nivoa razvijenosti tržišta kapitala, podrške ostalih politika, kao i istrajnosti kapitalnih tokova. Autori napominju da je postupak kreiranja efikasne kontrole znatno teži u zemljama sa razvijenijim finansijskim tržištem, obzirom na to da tržišni učesnici mogu veoma jednostavno pronaći načine kako bi ih izbegli. Magud i Reinhart (2003) navode četiri argumenta ili "straha" zbog kojih se primena ovih kapitalnih ograničenja smatra adekvatnom. Kreator ekonomske politike pre svega u zemljama u razvoju se odlučuju za primenu ovih mera u situaciji kada postoji opravdan rizik od aprecijacije, priliva vrućeg novca i velikog obima kapitalnih tokova, kao i gubitka monetarnog suvereniteta.

Primena kontrole kapitala smatra se opravdanom u situacijama kada je neophodno pružiti zaštitu domaćim finansijskim institucijama. U slučaju velikih kapitalnih tokova, državi stoji na raspolaganju aprecijacija valute, snižavanje kamatnih stopa, stvaranje deviznih rezervi ili nametanje kontrole kapitala. Pristalice kontrole kapitala navode argumente da se ograničavanjem kapitalne mobilnosti smanjuje zavisnost od spoljašnjih šokova i finansijskih kriza, i omogućava zemljama koje su imale valutnu krizu da smanje kamatne stope, primene politike koje podržavaju ekonomski rast i brzi izlazak iz krize (Edwards, 2007).

Džon Mejnard Kejns se zalagao za primenu kontrole kapitala, smatrajući je značajnim instrumentom za zaštitu od nestabilnosti međunarodne privrede i bega kapitala (Liard-Muriente, 2007). Po njemu, njena primena sprečava mogućnost smanjenja ekonomskog rasta, redistribuciju prihoda od siromašnih prema bogatima i eroziju poreske osnovice. Smatrao je da je Velika ekonomska depresija 30-ih godina prošlog veka izazvana ne robnim tokovima već brojnim zloupotrebama finansijskog kapitala. Jedna od njegovih mera za izlazak Amerike iz krize upravo je predstavljalo uvođenje reda u bankarski sektor koje će jasno razdvojiti (čisto) komercijalno od (špekulativnog) investicionog bankarstva. Zastupao je stav da bi kontrola kretanja kapitala morala da ostane jedna od konstanti posleratnog sistema (Gallagher, 2011). Međutim, praksa pokazuje da dugoročne kapitalne restrikcije mogu biti štetne budući da obeshrabruju investitore koji žele da investiraju u privredu i nisu rukovođeni špekulativnim motivima.

EKONOMSKI EFEKTI KAPITALNIH OGRANIČENJA

Stvaranje barijera slobodnom kretanju kapitala neminovno izaziva „skretanje investicija“ tj. dezinvestiranje u jednoj i ulaganje kapitala u zemlje koje su spremnije i zainteresovanije za

kapitalne tokove (Eswar i dr., 2003). Obeshrabivanje stranih investitora posredstvom smanjenja kamatnih stopa ne predstavlja ekonomski opravdano rešenje u situaciji kada se privreda suočava sa visokom inflacijom i pregrejanom privredom. Zemlju, u kojoj je na snazi pojačana kontrola kapitala, odlikuju značajno visoke kamatne stope u odnosu na druge sličnog stepena ekonomske razvijenosti.

Uvođenje kontrole priliva/odliva kapitala utiče na promenu načina razmišljanja kreatora ekonomske politike u pravcu odlaganja ili nepreduzivanja nikakvih mera u reformi finansijskog sistema, usled čega dolazi do propuštanja povoljnih priliva za stvaranje povoljnog investicionog ambijenta. Odlaganje sprovođenja suštinskih reformi doprinosi nastanku značajnih dugoročnih troškova za domaću privredu. Osim toga, ne bi trebalo podceniti štetne eksterne efekte po svetsku privredu usled zanemarivanja važnih interakcija među politikama sprovedenim u različitim zemljama i širenja negativnih privrednih tokova iz jedne zemlje u drugu. Klasičan primer takvih negativnih eksternalija predstavlja smanjenje kompetitivnosti glavnih trgovinskih partnera zemlje kao posledica uvođenja kontrole kapitala u cilju održavanja podcenjenosti deviznih kurseva. Kako ukazuje empirijska studija De Gregorio et al. (2000), ograničenja kapitalnih transakcija utiču na promenu sastava priliva kapitala budući da dolazi do opadanja kratkoročnih a rasta dugoročnih, tako da agregatni nivo priliva ostaje nepromenjen. Potvrđeno je da se nametanjem prepreka međunarodnom kretanju kapitala smanjuje udeo zajmovnog kapitala i portfolio investicija na račun povećanja SDI (Montiel i Reinhart, 1999).

Ekonomisti uglavnom smatraju da se preprekama investiranju može sprečiti prodor kapitala koji bi bio iskorišćen za produktivne investicije, s obzirom da vremenom izazivaju deformacije i pogrešno usmeravanje resursa usled pokušaja njihovog izbegavanja (Miškin, 2006). Kako je sprovođenje kontrole kapitala neefikasno u slučaju adekvatnog funkcinisanja tržišta, postavlja se pitanje pod kojim uslovima je opravdana primena ograničenja kapitalnih transakcija. Ogromni prilivi kapitala iz zemalja sa spoljnotrgovinskim suficitima, kao što su npr. Kina, Indija, zemlje izvoznice nafte i zemlje istočne i jugoistočne Azije, doprineli su ekspanziji kredita u vidu kupovine državnih obveznica SAD i druge niskorizične aktive. S obzirom da je došlo do slivanja ogromne količine novca u SAD sa svih strana sveta, postavilo se pitanje kako na najbolji mogući način izvršiti plasiranje kapitala koji je pretio da preplavi najlikvidnije finansijsko tržište na svetu. Rešenje je pronađeno u slabljenju standarda odobravanja kredita i u primeni „kreiraj i distribuiraj“ modela hipotekarnog pozajmljivanja (*originate-to-distribute model* - OTD), koji je omogućavao finansijskim institucijama da ostvare bolju diverzifikaciju rizika i smanje regulatorni kapital. Značaj kontrole kapitala bi se ogledao u tome što bi onemogućio/ograničio priliv kratkoročnog kapitala koji bi proizvodio nagle promene deviznog kursa ili rezervi i predupredio prekomerno investiranje i spekulisanje.

U tabeli 1 je prikazan broj zemalja koje su preduzele promene u investicionom režimu u periodu od 2008. do 2015. godine. Evidentno je da se broj zemalja neznatno povećao (sa 40 na 46 zemalja), kao i broj tih promena (sa 68 na 96 promena). U ovom periodu zabeleženo je 707 promena, od čega je 71% bilo u pravcu liberalizacije.

Tabela 1: Regulatorne promene u periodu 2005 – 2011. godine (broj)

Predmet	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Broj zemalja koje menjaju invest. režim	40	46	54	51	57	60	41	46
Broj regulatornih promena	68	89	116	86	92	88	72	96
Liberalizacija/promocija	51	61	77	62	65	64	52	71
Regulacija/ Restrikcije	5	24	33	21	21	21	11	13
Neutralne/neodređene	2	4	6	3	6	3	9	12

Izvor: UNCTAD (2016).

Međunarodna organizacija koja je pored UNCTAD-a bila najaktivnija na planu unifikacije pravila za investiranje i promovisanja progresivne liberalizacije tekućih i kapitalnih transakcija među svojim članicama je Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (Organization for Economic Co-operation and Development - OECD). Uz pomoć Kodeksa o liberalizaciji tokova kapitala (Code of Liberalization of Capital Movements) i Kodeksa o liberalizaciji tekućih nevidljivih operacija (Code of Liberalization of Current Invisible Operations), OECD osigurava slobodan transfer kapitala i profita, bezbednost, punu pravnu zaštitu i nacionalni tretman ulaganja. Specifičnost Kodeksa se ogleda u tome što uključuju posebne odredbe koje se odnose na ulazne SDI, kreiranje novih preduzeća i širenje postojećih, spajanja i preuzimanja kompanija, i participiranje u domaćim preduzećima od strane rezidenata.

PRISTUP MMF REGULACIJI TOKOVA KAPITALA

Iskustvo zemalja Istočne Azije je pokazalo da je prebrza liberalizacija tržišta finansija i kapitala nametnuta od strane MMF verovatno bila pojedinačno najznačajniji uzrok kriza. I pored toga što su lideri ovih zemalja prepoznali štetnost ovih mera, većina njih nije mogla da se odupre pritiscima MMF, što je dodatno podstaklo ekonomsko opadanje. Činjenica koja se nikako ne može zanemariti je da nijedna zemlja nije u stanju da podnese promenu raspoloženja investitora, raspoloženja koje pretvara ogroman priliv u ogroman odliv sredstava (Stiglitz, 2002).

MMF je na samom početku Istočno-azijske krize isticao da je kontrola tržišta kapitala predstvalja smetnju za ekonomsku efikasnost i zagovarao primenu politika koje leže u osnovi povećane učestalosti kriza. Međutim, nakon višedecenijskog zastupanja stava o potpunoj liberalizaciji kapitalnih tokova, MMF je 2011. godine napravio pravi preokret u svojoj politici kada je istakao potrebu uvođenja kontrole kapitala pod određenim okolnostima. Istaknuta je potreba daljeg rada na stvaranju sveobuhvatnog, fleksibilnog i balansirano pristupa upravljanju kapitalnim tokovima. Stručnjaci MMF su predložili niz mera za upravljanje kapitalnim tokovima koje su vezane za prudencijalnu superviziju i regulaciju deviznog kursa. Prudencijalna regulacija ima za cilj da spreči potencijalne probleme u funkcionisanju finansijskih institucija, dok upravljanje deviznim kursom karakteriše bolja usmerenost i delovanje u uslovima krize (može obuhvatiti mere poput ograničavanje prodaje deviza stanovništvu, zamrzavanje deviznih depozita, obavezna prodaja izvoznih viškova, prodaja valute uvoznim kompanijama).

Fond sada promovise novi institucionalni pogled na liberalizaciju kapitalnog računa i upravljanje kapitalnim tokovima, što definitivno predstvalja korak napred za jednu instituciju koja se slepo pridržavala pravila slobodnog kretanja kapitala. Gallagher (2012) navodi da se novine u pristupu regulacije kapitalnih tokova od strane MMF ogledaju u sledećem:

1. insistiranje na liberalizaciji kapitalnih tokova pre nego što neka država dostigne određeni nivo finansijske i institucionalne razvijenosti povećava rizike;
2. MMF priznaje da je pod određenim uslovima neophodna regulacija prekograničnih kapitalnih tokova kako bi se izbegli negativni efekti naglog priliva i odliva kapitala;
3. države koje predstavljaju izvor prevelikih tokova kapitala bi trebalo obratiti više pažnje na potencijalno negativne efekte prelivanja njihovih makroekonomskih politika;
4. MMF priznaje da njegov novi pogled na upravljanje kapitalnim tokovima može biti u suprotnosti sa drugim međunarodnim obavezama koje ograničavaju sposobnost regulacije prekograničnih finansija.

Stručnjaci MMF navode da se liberalizacija kapitalnih tokova smatra korisnijom i manje rizičnijom u zemljama koje su dostigle izvestan nivo ili pragove finansijske i institucionalnog razvoja. Zauzvrat, liberalizacija može podstaknuti finansijski i institucionalni razvoj. Ovaj proces mora biti dobro planiran i pravovremeno sproveden kako bi se obezbedilo da njegove koristi bile veće od troškova, budući da može imati za posledicu značajne domaće i multilateralne efekte. Međutim, činjenica koja se ne može nikako osporiti je da puna liberalizacija kapitala ne može predstavljati adekvatan cilj za sve zemlje sveta i u svim prilikama.

FORMALNA I NEFORMALNA OGRANIČENJA SDI

Slobodno kretanje kapitala izaziva zabrinutost u pogledu gubitka nacionalnog suvereniteta i drugih mogućih posledica za zemlju domaćina (OECD, 2002). Stoga, očuvanje nacionalne bezbednosti sve više postaje deo nacionalnih investicionih politika čiji je cilj uspostavljanje ravnoteže između aktivnosti i mera države primenjenih u cilju regulisanja ove oblasti i interesa stranih investitora za postojanje javnih i transparentnih procedura (UNCTAD, 2016). Razlikujemo formalna i neformalna ograničenja kapitalnih tokova koja zemljama stoje na raspolaganju u cilju izolovanja njihovih privreda od štetnih efekata globalnog tržišta kapitala.

Formalne ili direktne prepreke prevashodno utiču na sposobnost stranih investitora da ulažu svoj kapital i podrazumevaju donošenje novih ili promenu postojećih pravnih propisa i uvođenje poreza. Formalne prepreke SDI podrazumevaju ograničavanje udela akcijskog kapitala stranih kompanija u pojedinim sektorima (na primer, udeo nerezidenata ne bi mogao biti veći od 50%) ili čak zabranu sticanja vlasništva (Golub, 2003). Obavezujući skrining i procedure odobravanja se neretko koriste u cilju ograničavanja priliva SDI. Dodatni uslovi koje strani investitori moraju ispuniti povećavaju troškove ulaska, što obeshrabrujuće deluje na priliv stranog kapitala. Ostale formalne mere uključuju ograničavanje sposobnosti stranih državljana bilo da upravljaju ili rade u filijalama stranih kompanija ili da učestvuju u operativnoj kontroli poslovanja (OECD, 2002). Odredbe prema kojima državljanima zemlje domaćina moraju činiti većinu u odboru direktora mogu smanjiti kontrolu stranih vlasnika nad njihovim udelima i pokolebati ih da investiraju u takvim uslovima. Osim toga, ograničavanje zapošljavanja stranih državljana može imati za posledicu stvaranje otpora stranih investitora koji mogu smatrati da im nedostaje stručni i kvalifikovani kadar za normalno poslovanje.

Pored formalnih prepreka kapitalnoj mobilnosti, potencijalne države domaćini pribegavaju korišćenju i špekulativnih neformalnih privatnih i javnih mera. Za razliku od prethodno navedenih mera, neformalne prepreke su uglavnom vezane za brojne kulturne i političke okolnosti u zemljama domaćinima. Ovaj tip ograničenja se sistematski primenjuju kako bi se uglavnom limitirao vlasnički udeo stranih investitora nad domaćim preduzećima (u tabeli 2 dat

je prikaz neformalnih ograničenja na kretanje kapitala na primeru zemalja članica Evroazijskog saveza).

Tabela 2: Vrste neformalnih ograničenja na kretanje kapitala (na primeru zemalja članica Evroazijskog saveza)

Prepreka/ograničenje za investiranje		Izvor neformalnih ograničenja	Rezultat delovanja ograničenja
1. Spoljnoekonomski faktor: pogoršanje sukoba između rukovodećih strana		Država primalac i država davalac kapitala	Propadanje ili „zamrzavanje“ investicionih projekata. Povećanje nivoa neizvesnosti i rizika poslovanja
		Država primalac kapitala	Revizija investicionih programa usled ograničavanja učešća u procesu privatizacije
2. Upotreba fiktivnih dokumenata i lažnih informacija		Menadžment stečenog preduzeća	Neuspešna akvizicija aktive i raskid ugovora zbog lažnih informacija
Pravna nesigurnost	3a. Neprijateljsko preuzimanje (Corporate raid)	Menadžment kompanije napadača	Gubitak imovine kao rezultat neprijateljskog preuzimanja
	3b. Renacionalizacija (u formi konfiskacije)	Strukture povezane sa političkim elitama	Povlačenje sa tržišta kao posledica konfiskacije imovine u korist države
	4. Birokratizacija i korupcija	Državni aparat	Zastoj u realizaciji projekta usled birokratskih kašnjenja ili direktne intervencije činovnika
Promena „pravila igre“	5a. Prestanak ili izmena ugovora	Država primalac kapitala	Ukidanje projekata ili suspendovanje aktivnosti kompanije na tržištu usled promenjenih ekonomskih uslova
	5b. Ukidanje propisanog preferencijalnog tretmana	Država primalac kapitala	
	5v. Promene u regulativnom okviru	Država primalac kapitala	
6. Prisiljavanje na finansiranje sporednih projekata		Država primalac kapitala	Odustajanje od investiranja ili funkcionisanje sa dodatnim troškovima
7. Zloupotreba vrednosti imovine kao političkog instrumenta		Država primalac kapitala	Odbijanje izvršavanja transakcije ili produženje trajanja pregovora usled neopravdanog povećanja cene imovine

Izvor: Lobanov, M. M. (2016).

Donošenje novih pravila ili rigoroznija primena postojećih, veće uslovljavanje vezano za pribavljanje odobrenja za strano ulaganje, nacionalni intrest i bezbednost, šire shvatanje pojma strateških industrija predstavljaju samo neki od formi investicionog protekcionizma (Thomsen i Mistura, 2017). Strane kompanije, koje nastoje da izgrade ili kupe proizvodne objekte ili istraživačke centre, uzimaju u razmatranje mnoštvo faktora poput mogućnosti angažovanja kvalifikovanih radnika i važnih materijalnih resursa, jednostavne carinske procedure, odgovarajuća transportna infrastruktura, pravna i poslovna transparentnost, kao i poreska opterećenja itd. Ukoliko su spremne da posluju na određenom tržištu, ove kompanije moraju da private mogućnost čestih promena „pravila igre“, pa samim tim i brojne rizike koji su sastavni pratilac njihovih aktivnosti (Lobanov, 2016).

ZAKLJUČAK

Kontrola kapitala predstavlja ključan instrument makroprudencijalne politike prilikom sprečavanja nastanka distorzija u domaćoj privredi i rešavanju izazova na međunarodnom planu. Njen značaj se ogleda u tome što onemogućava/ograničava priliv kratkoročnog kapitala koji bi produkovao nagle promene deviznog kursa ili deviznih rezervi i predupređuje prekomerno investiranje i spekulisanje. Iako zvuči kao dobra ideja, ograničavanje mobilnosti kapitala neminovno izaziva dezinvestiranje u jednoj i ulaganje kapitala u zemlje koje su spremnije i zainteresovanije za kapitalne tokove. Osim toga, otvoreno je pitanje da li je kontrola kapitala efikasna u savremenom okruženju u kome je trgovina slobodna i u kome postoje mnogi finansijski instrumenti kojima bi se takva ograničenja mogla izbeći.

Primenom formalnih i neformalnih ograničenja, zemlje utiču na spremnost i sposobnost stranih investitora da ulažu svoj kapital donošenjem novih ili promenom postojećih pravnih propisa, uvođenje poreza, itd. Kako bi se donela prava odluka o opravdanosti primene bilo kakvih ograničenja kapitala neophodno je uporediti troškove nastale usled njenog uvođenja, s jedne strane, i koristi usled jačanja makroregulacije i smanjenja finansijske fragilnosti, s druge.

LITERATURA

1. Лобанов, М. М. (2016). *Инвестиции Нов Грана: Неформальные Ограничения Движения Капитала В Странах Евразис*. Вестник Финансового Университета, 20(3), 90–99.
2. Baba, C., Kokenyne, A. (2011). Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s, *IMF Working Paper*.
3. Cardarelli, R., Elekdag, S., Kose, M. A. (2010). Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses, *Economic Systems*, 34, 333–356.
4. De Gregorio, J., Sebastian, E., Valdes, R. O. (2000). *Controls on Capital Inflows: Do They Work?* University of California Los Angeles.
5. Edwards, S. (2007). Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals. In S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, Chicago: Chicago University Press for the NBER.
6. Eswar, P., Rogoff, K., Wei, S., Kose M. A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, *International Monetary Fund Occasional Paper*.
7. Economist (2016). The good, the bad and the ugly. *Special Report, The world economy: capital mobility*. October 2016.
8. Gallagher, K. (2011). Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis, *Working Paper Series*, No. 250.
9. Gallagher, K. (2012). The IMF's New View on Financial Globalization: A Critical Assessment, *Policy Issues in Brief* No. 2, Pardee Center, Boston.
10. Golub, S. (2003). Measures of Restricitons on Inward Foreign Direct Investment for OECD countries, *OECD Economic Studies*, 1, 88–122.
11. Habermeyer, K., Kokenyne, A., Baba C. (2011). The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/14.
12. IMF (2012). *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, Washington, DC: International Monetary Fund, November 14.

13. Liard - Muriente, C. (2007). Capital Controls: Theory and Practice, *Journal of Business and Public Affairs*, 1(1).
14. Magud, N., Reinhart, C. (2003). Capital Controls: an Evaluation. In S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, Chicago: Chicago University Press for the NBER.
15. Miškin, F. (2006). *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Beograd: Data Status.
16. Montiel, P., Reinhart, C. (1999). Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s, *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 619–635.
17. OECD (2002). *Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, Paris.
18. Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Chamon, M. (2012). Tools for managing financial-stability risks from capital inflows, *Journal of International Economics*, 88, 407-421.
19. Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M. S., Kokenyne, A. (2011). Managing Capital Inflows: What Tools to Use? *IMF Staff Discussion Note*, SDM/11/06.
20. Stiglitz, J. (2002). *Globalization and Its Discontents*, New York: W.W. Norton and Company.
21. Thomsen, S., Mistura, F. (2017). Is investment protectionism on the rise? Evidence from the OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index. OECD Global Forum on International Investment.
22. UNCTAD (2016). *World Investment Report 2016: Investor Nationality: Policy Challenges*. New York and Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.