



PLAČILNOBILANČNI IN PODJETNIŠKI VIDIKI KAPITALSKIH PRILIVOV V SLOVENIJO: Slabosti prevelike naslonitve na dolžniške vire v pogojih krize

MOJMIR MRAK, MATIJA ROJEC IN MARKO SIMONETI



Mojmir Mrak, Matija Rojec in Marko Simoneti
PLAČILNOBILANČNI IN PODJETNIŠKI VIDIKI KAPITALSKIH PRILIVOV V SLOVENIJO:
Slabosti prevelike naslonitve na dolžniške vire v pogojih krize

Elektronska knjižna zbirka **Analize CMO / CIR Analyses**

Urednica: Sabina Kajnč

Uredniški odbor: Sabina Kajnč, Andreja Jaklič, Matija Rojec, Ana Bojinović Fenko

Izdajatelj in založnik: Fakulteta za družbene vede: Založba FDV

Za založbo: Hermina Krajnc

Recenzenta: Andreja Jaklič in Vasja Rant

Jezikovni pregled: Nataša Logar Berginc

Oblikovanje naslovnice: Luka Kaše

Copyright © FDV, 2010.

Fotokopiranje in razmnoževanje po delih in v celoti je prepovedano.

Vse pravice pridržane.

Publikacija je nastala na osnovi projekta Inštituta za ekonomska raziskovanja (IER)
Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi, ki ga je financirala Ljubljanska borza, d. d., Ljubljana.

Dostopno prek: <http://www.mednarodni-odnosi.si/cmo/cir-analyses.htm>

CIP - Kataložni zapis o publikaciji
Narodna in univerzitetna knjižnica, Ljubljana

339.72(497.4)(0.034.2)
330.14

MRAC, Mojmir

Plačilnobilančni in podjetniški vidiki kapitalskih prilivov v Slovenijo [Elektronski vir] : slabosti prevelike naslonitve na dolžniške vire v kriznih razmerah / Mojmir Mrak, Matija Rojec in Marko Simoneti. - El. knjiga. - Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 2010. - (Analize CMO = Electronic book series CIR analyses)

Način dostopa (URL): <http://www.mednarodni-odnosi.si/cmo/publications.htm>

ISBN 978-961-235-421-3
1. Rojec, Matija 2. Simoneti, Marko
254082048

MOJMIR MRAK, MATIJA ROJEC IN MARKO SIMONETI

**PLAČILNOBILANČNI
IN PODJETNIŠKI VIDIKI
KAPITALSKIH PRILIVOV V
SLOVENIJO:**

**Slabosti prevelike naslonitve na
dolžniške vire v pogojih krize**

Ljubljana, 2010

Povzetek. V monografiji razvijamo argument, da je v Sloveniji treba ustvariti razmere, ki bodo podjetjem omogočale, da presežejo sedanjo veliko naslonjenost na dolžniške vire financiranja in bodo lahko izbirala med različnimi načini financiranja. Slovenska podjetja se ne bi smela odpovedovati dinamičnemu razvoju in investicijskim priložnostim za širitev doma ter v tujini samo zato, ker nimajo ustreznih možnosti za financiranje tovrstnih projektov prek domačih bank. Tudi domače možnosti lastniškega financiranja so trenutno zelo omejene, zato gre predvsem za vprašanje, kako pritegniti zadosten obseg trajnih lastniških virov financiranja iz tujine. Pri tem se osredotočamo na značilnosti, determinante, ovire in potrebne ukrepe za pritegnitev portfeljskih in neposrednih tuji investicij.

Abstract. In the monograph we develop the argument that Slovenia needs to create conditions, which would allow firms to go beyond the present big propensity to debt financing and to be able to choose among different modes of financing. Slovenian firms should not give up the dynamic development and investment opportunities at home and abroad only because domestic banks do not offer adequate possibilities for financing this kind of projects. Domestic possibilities for equity financing are also very limited at a current stage, therefore, the right question is how to attract adequate volume of long term equity financial sources from abroad. Further on we concentrate on the main features, determinants, barriers and necessary measures for attracting foreign portfolio and direct investment.

VSEBINA

1 UVOD.....	11
2 KONCEPTUALNI OKVIR SLOVENSKE TRANZICIJE PRI PRILIVIH KAPITALA IZ TUJINE..	15
3 TRENDI NA TEKOČEM RAČUNU PLAČILNE BILANCE SLOVENIJE.....	19
4 STRUKTURA KAPITALSKIH TOKOV IN NJEN VPLIV NA FINANČNO STABILNOST DRŽAVE PREJEMNICE.....	23
5 OBNAŠANJE RAZLIČNIH OBLIK KAPITALSKIH TOKOV V OBDOBJIH KRIZ	25
6 TRENDI V KAPITALSKIH TOKOVH MED SLOVENIJO IN TUJINO.....	31
6.1 NTI	31
6.2 PTI	32
6.4 SKUPEN OBSEG NETO KAPITALSKIH TOKOV	39
6.5 PRIMERJAVA LASTNIŠKIH OBLIK PRILIVOV KAPITALA V SLOVENIJO IN DRŽAVE EU	43
7 KAPITALSKI TOKOVI SLOVENIJE S TUJINO Z VIDIKA FINANCIRANJA PODJETIJ	45
7.1 PTI IN NTI V RAZLIČNIH OBLIKAH FINANCIRANJA PODJETIJ	45
7.2. NEKATERE ZNAČILNOSTI PTI IN NTI	49
8 POMEN PTI IN NTI ZA FINANCIRANJE SLOVENSkih PODJETIJ	53
9 DETERMINANTE PRIVLAČNOSTI DRŽAVE ZA PORTFELJSKE IN STRATEŠKE TUJE INVESTITORJE	65
9.1. DETERMINANTE PRILIVOV PTI	65
9.2 DETERMINANTE PRILIVOV NTI	77
10 ZAKLJUČKI IN NEKAJ USMERITEV ZA EKONOMSKO POLITIKO.....	81
Viri in literatura	87
stvarno in imensko kazalo.....	93

SEZNAM TABEL

TABELA 1: Tekoči račun plačilne bilance Slovenije, 1991–2003 (v % BDP) ...	19
TABELA 2: Neto tokovi iz dohodkov od kapitala, 1991–2003 (v mio EUR)	20
TABELA 3: Struktura prejemkov in izdatkov iz dohodkov od kapitala, 1996–2003 (v mio EUR)	20
TABELA 4: Tekoči račun plačilne bilance Slovenije, 2004–2009 (v % BDP).....	21
TABELA 5: Neto tokovi iz dohodkov od kapitala, 2005–2009 (v mio EUR) ...	21
TABELA 6: Struktura prejemkov in izdatkov iz dohodkov od kapitala, 2004–2009 (v mio EUR)	22
TABELA 7: Globalni finančni tokovi – prilivi, 2006–2008 (v mlrd USD)	28
TABELA 8: Neto finančni tokovi porajajočih se gospodarstev in gospodarstev v razvoju, 2007–2010 (v mlrd USD)	28
TABELA 9: Neto tokovi NTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	31
TABELA 10: Struktura tokov izhodnih in vhodnih NTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	32
TABELA 11: Obseg neto tokov PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	33
TABELA 12: Terjatve in obveznosti iz tokov PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	34
TABELA 13: Terjatve, obveznosti in saldo iz tokov lastniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	35
TABELA 14: Obseg neto tokov dolžniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	36
TABELA 15: Struktura terjatev in obveznosti iz tokov dolžniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	36
TABELA 16: Obseg neto tokov iz posojil in komercialnih kreditov, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	37
TABELA 17: Struktura terjatev in obveznosti iz tokov ostalih naložb, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	38
TABELA 18: Obseg in struktura skupnih neto tokov kapitala, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	40
TABELA 19: Obseg in struktura bruto prilivov kapitala (obveznosti), 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)	41
TABELA 20: Stanje obveznosti iz mednarodnih naložb, 2004–2008 (v mio EUR in kot % BDP)	42
TABELA 21: Stanje vhodnih NTI kot delež v BDP v državah EU, 1995, 2000, 2005, 2006, 2007 in 2008 (v %)	43
TABELA 22: Lastniške in dolžniške PTI v državah EU, 2007 (v mio EUR): vrednost, razmerje med lastniškimi in dolžniškimi PTI ter njihov delež v BDP	44
TABELA 23: Različni tuji viri financiranja z vidika podjetja prejemnika sredstev ..	48
TABELA 24: Tokovi financiranja podjetij po finančnih instrumentih, v 2006–2009 (mio EUR)	54

TABELA 25: Struktura stanja finančnih obveznosti podjetij po instrumentih, 2003–2009 (v mio EUR in %)	56
TABELA 26: Financiranje podjetij v tujini, tokovi in stanja, 2004–2009 (v mio EUR in %)	57
TABELA 27: Naložbe nerezidentov v vrednostne papirje, izdane v Sloveniji, po sektorjih, 2004–2009 (v mio EUR in %)	57
TABELA 28: Stanje mednarodnih naložb Slovenije – obveznosti po spremenljivkah, konec 2009	58
TABELA 29: Stanje mednarodnih naložb ostalih sektorjev Slovenije – obveznosti po spremenljivkah, konec 2009	59
TABELA 30: Prilivi (obveznosti) v Slovenijo po instrumentih finančnega računa, 2005–2009 (v mio EUR)	62
TABELA 31: Porazdelitev lastniškega kapitala podjetij, ki kotirajo na borzi v evropskih državah, 2007 (v %)	63
TABELA 32: Najpomembnejši kriteriji v odločitvah institucionalnih investorjev pri investiranju v države SVE	71

SEZNAM SLIK

SLIKA 1: Struktura tokov vhodnih NTI v Slovenijo, 2004–2009 (v mio EUR)...	32
SLIKA 2: Neto tokovi skupnih, lastniških in dolžniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR)	33
SLIKA 3: Terjatve, obveznosti in saldo iz tokov lastniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR)	35
SLIKA 4: Neto tokovi dolžniških PTI (skupaj, obveznice in zadolžnice, instrumenti denarnega trga), 2004–2009 (v mio EUR)	37
SLIKA 5: Neto tokovi kapitala iz posojil in komercialnih kreditov, 2004–2009 (v mio EUR)	38
SLIKA 6: Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij, 2001–2009 (v %)	55
SLIKA 7: Struktura stanja mednarodnih naložb ostalih sektorjev Slovenije – obveznosti po spremenljivkah, 31. 12. 1994–30. 6. 2009 (v %)	60
SLIKA 8: Lokacijski kriteriji za NTI po pomenu, svetovno povprečje in nove članice EU, 2008–2010 (% odgovorov anketiranih multinacionalnih podjetij)	79
SLIKA 9: Velikost trga na podlagi tržne kapitalizacije v BDP, konec 2009 (v %)	82
SLIKA 10: Likvidnost trga na podlagi obrata tržne kapitalizacije domačih delnic, 2009 (v %)	83
SLIKA 11: Pomembnost posameznih ovir za tuje investitorje v Sloveniji leta 2004 in danes; povprečna ocena pomena posamezne ovire	85

1 UVOD

Finančna in splošna gospodarska kriza vzbuja pomisleke o obstoječih strukturalnih, sistemskih in institucionalnih značilnostih ter vzorcih obnašanja v slovenskem gospodarstvu. Rastoče zadolževanje v tujini in težave podjetniškega sektorja pri pridobivanju sredstev za financiranje svoje dejavnosti sta med najbolj očitnimi problemi, ki jih je izpostavila kriza. Cilj te publikacije je analiza plačilnobilančnih oziroma makroekonomskih in podjetniških vidikov kapitalskih tokov Slovenije s tujino z namenom izboljšanja njihovega razvojnega prispevka.

Glede plačilnobilančnih oziroma makroekonomskih vidikov kapitalskih tokov s tujino je naše izhodišče, da je Slovenija kot tranzicijska država na ravni gospodarske razvitosti, za katero je značilno, da je država neto uvoznica kapitala. Naš osnovni namen je analizirati plačilnobilančne vidike neto prilivov kapitala v Slovenijo v obdobju pred izbruhom finančne krize in po njem, in to predvsem s stališča delitve tveganj med domačimi in tujimi partnerji, vključenimi v te transakcije. Čeprav govorimo o neto tokovih kapitala, pa je poudarek na kapitalskih prilivih. Teza, ki jo testiramo, je, da je bila struktura prilivov kapitala v Slovenijo takšna, da je bila delitev tveganj med tujimi in domačimi rezidenti bolj neugodna za slednje kot v primerljivih drugih državah srednje in vzhodne Evrope.

O podjetniških vidikih kapitalskih tokov s tujino izkušnja Slovenije iz sedanje krize jasno kaže, da je financiranje dinamične gospodarske rasti prek dodatnega zadolževanja domačih bank v tujini lahko zelo tvegano. Ker so se s kratkoročnimi dolžniškimi viri iz tujine financirali tvegani in dolgoročni projekti slovenskih podjetij tako doma kot v tujini, so se v domačem gospodarstvu akumulirala velika tveganja. Nekatere naložbe podjetij so bile res špekulativne, povezane z nepremičninskim in borznim balonom ter konsolidacijo lastništva, vendar pa so bile številne naložbe tudi razvojno usmerjene, čeprav tvegane in dolgoročne. Ko ob nastanku finančne krize ni bilo mogoče več obnavljati kratkoročnih dolgov bank do tujine, je morala poseči država s svojimi ukrepi, da je zagotovila stabilnost domačega bančnega sistema. Očitno je bilo vse premalo zavedanja, da bo treba pri teh, formalno sicer kratkoročnih dolgovih nekoč vrniti tudi glavnico.

Druge hitro rastoče države so pri financiranju razvoja iz tujine namesto bank v večji meri uporabljale strateške in portfeljske investitorje. To je v finančni krizi pomenilo manjšo finančno izpostavljenost podjetij do bank v težavah. Portfeljski investitorji v delnice in strateški lastniki iz tujine pa so tudi sami morali nositi svoj del tveganj zaradi poslabšanja poslovanja. S tem je v primerjavi s Slovenijo nastala tudi precej drugačna porazdelitev izgub med domačimi in tujimi subjekti. Zanimive pa so tudi izkušnje nekaterih razvitih držav, npr. sosednje Avstrije, ki je

prodor svojih podjetij na tvegane trge jugovzhodne Evrope uspela financirati tudi prek tujih institucionalnih investorjev v avstrijske delnice. S tem so avstrijska podjetja obdržala kontrolo nad projekti v teh državah v svojih rokah, velik del poslovnih tveganj pa prenesla na mednarodne portfeljske investitorje, ki opravijo v zadnjih letih že več kot polovico prometa na Dunajski borzi.

Na tem mestu razvijamo argument, da je v Sloveniji treba ustvariti razmere, ki bodo podjetjem omogočale izbiro med različnimi načini financiranja. Slovenska podjetja se ne bi smela odpovedovati dinamičnemu razvoju in investicijskim priložnostim za širitev doma ter v tujini samo zato, ker nimajo ustreznih možnosti za financiranje tovrstnih projektov prek domačih bank. Tudi domače možnosti lastniškega financiranja so trenutno zelo omejene, zato gre predvsem za vprašanje, kako pritegniti zadosten obseg trajnih lastniških virov financiranja iz tujine.

Prispevek je sestavljen iz desetih delov. Uvodu sledi drugo poglavje, ki podaja konceptualni okvir za slovensko tranzicijo, še zlasti nas bo zanimal pristop, ki ga je imela Slovenija do različnih oblik kapitalskih prilivov. Tretje poglavje predstavlja osnovne trende na tekočem računu plačilne bilance Slovenije in iz tega izhajajoče naraščajoče potrebe njenih rezidentov za neto prilive kapitala iz tujine. V četrtem poglavju govorimo o temeljnih značilnostih posameznih oblik tokov kapitala predvsem s stališča njihovega vpliva na finančno stabilnost. V tem okviru je poudarek na oceni, kako so pri vsaki od teh oblik kapitalskih tokov tveganja porazdeljena med domače in tuje rezidente. V petem poglavju predstavljamo obnašanje različnih oblik kapitalskih tokov v kriznih razmerah. V šestem poglavju analiziramo trende v neto kapitalskih prilivih v Slovenijo, in to po različnih kriterijih, kot sta npr. obseg in struktura, ter postavljamo našo državo v primerjavo tako z drugimi novimi državami EU kakor tudi s štirimi starimi državami EU, ki so na približno enaki ravni razvoja, merjenega z bruto družbenim proizvodom (BDP) na prebivalca. S sedmim poglavjem preidemo na analizo podjetniških vidikov kapitalskih tokov s tujino. Tu najprej analiziramo prednosti in slabosti financiranja podjetij s strani portfeljskih in strateških investorjev, potem pa predstavimo še nekatere specifične značilnosti portfeljskih tujih investicij (PTI) in neposrednih tujih investicij (NTI). V osmem delu predstavimo obseg in relativni pomen PTI ter NTI v Sloveniji in drugih državah EU, v devetem poglavju pa analiziramo determinante privlačnosti države za portfeljske in strateške tuje investitorje. V zaključku podajamo osnovne ugotovitve analize in poskušamo opredeliti nekatere potrebne korake za povečanje obsega PTI in NTI v Slovenijo.

Metodološki uvod v koncept plačilne bilance* in oblike kapitalskih tokov

Plačilna bilanca je sistematični zapis vseh ekonomskih transakcij rezidentov ene države z rezidenti vseh drugih držav v določenem časovnem obdobju.** Transakcije se beležijo v skladu z določenimi računovodskimi načeli, od katerih sta najbolj pomembna dva:

- vse transakcije so razdeljene na bodisi kreditne (gre za vse tiste transakcije, ki rezultirajo v prilivu sredstev v državo in so označene z znakom +) bodisi debetne (gre za tiste transakcije, ki rezultirajo v odlivu sredstev iz države in so označene z znakom -);
- transakcije so beležene na osnovi t. i. dvostavnega knjigovodstva, kar pomeni, da mora biti plačilna bilanca države kot celote vedno v ravnotežju.

V analitične namene se plačilna bilanca razdeli na dva dela: del nad črto zajema t. i. avtonomne transakcije, del pod črto pa t. i. kompenzatorne transakcije. Zaradi principa dvostavnega knjigovodstva mora biti saldo kompenzatornih transakcij po obsegu vedno enak saldu avtonomnih transakcij, seveda z drugačnim predznakom. V praksi se kot najbolj običajna razdelitev plačilne bilance uporablja presek, v katerem so nad črto (torej imajo status avtonomnih transakcij) transakcije tekočega računa plačilne bilance, pod črto (gre za transakcije s statusom kompenzatornih transakcij) pa so transakcije kapitalskega in finančnega računa (ter seveda neto napake in izpustitve). V nadaljnjih poglavjih bo slovenska plačilna bilanca analizirana prav na osnovi preseka plačilne bilance na njen tekoči del in kapitalsko-finančni del.

Pod predpostavko, da se mednarodne denarne rezerve države v obdobju, ki je predmet analize plačilne bilance, ne spreminjajo, nam tekoči račun oziroma kapitalsko-finančni račun plačilne bilance države pokažeta, kaj se dogaja z neto prilivom kapitala v državo oziroma z neto odlivom kapitala iz države. Država, ki ima primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance, mora namreč to pomanjkanje domače akumulacije »pokriti« s prihranki iz tujine oziroma z neto prilivom kapitala iz tujine. In seveda obratno: država, ki ima presežek v tekočem delu plačilne bilance, mora presežno domače varčevanje izvoziti; gre torej za državo, ki je neto izvoznica kapitala. Iz povezave plačilne bilance z nacionalnimi računi sledi, da je saldo kapitalskega računa plačilne bilance enak razliki med domačim varčevanjem in investicijami.

* Bolj natančno o tem glej Mrak (2002, 2. poglavje).

** V primeru plačilne bilance EU gre za bilanco tokov rezidentov držav članic EU z rezidenti vseh drugih držav. To pomeni, da transakcija med rezidentoma dveh držav EU (npr. Slovenije in Avstrije) ni del plačilne bilance EU, transakcija med rezidentom države EU ter rezidentom ene od držav, ki ni v EU (npr. Slovenije in Hrvaške), pa je del plačilne bilance EU.

Ob tem je treba povedati, da saldo finančno-kapitalskega dela plačilne bilance kaže izključno neto tokove kapitala, torej odnos med bruto prilivi kapitala in bruto odlivi kapitala. Tako ima lahko država povsem uravnotežen neto tok kapital (recimo, da znaša neto tok kapitala 0), pri čemer pa je to lahko posledica na eni strani zelo velikega bruto priliva kapitala (recimo +1000), spremljanega z enako velikim bruto odlivom kapitala (recimo -1000). Torej, neto tok kapitala nam ne pove nič o obsegu bruto tokov kapitala, pove nam le to, kolikšna je razlika med bruto prilivom in bruto odlivom kapitala.

Oblike kapitalskih tokov, kot so zabeležene v finančnem-kapitalskem delu plačilne bilance, so naslednje:

- NTI;
- PTI oziroma naložbe v vrednostne papirje – te ločimo na lastniške (kot so delnice, naložbe v vzajemne sklade itd.) in dolžniške (med slednje se uvrščajo obveznice in zadolžnice ter instrumenti denarnega trga);
- ostale investicije, kamor spadajo posojila, komercialni krediti, gotovina in vloge ter ostale terjatve in obveznosti.

2 KONCEPTUALNI OKVIR SLOVENSKE TRANZICIJE PRI PRILIVIH KAPITALA IZ TUJINE

Slovenija je tipičen primer države, ki se je odločila za izrazito gradualističen pristop k tranziciji. Razlogi za to so tako ekonomski (relativno boljši izhodiščni položaj gospodarstva kot v drugih tranzicijskih državah, ki je omogočal, da se k reformam ne pristopi na osnovi t. i. pristopa *big bang*, ki so ga uporabile nekatere druge države; izbrani proces privatizacije; vodenje monetarne politike v izrazito majhnem monetarnem področju) kakor tudi širše družbeno-politični (politično šibek položaj države neposredno po razglasitvi samostojnosti; tradicija konsenzualnega načina odločanja in vladanja s koalicijami). Pri tečajni politiki se je Slovenija ob uvedbi svoje valute odločila za režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja (druga, torej zavrnjena alternativa takrat je bila valutni odbor). To je v osnovi pomenilo, da se je država odločila zagotavljati vzdržno raven primanjkljaja na tekočem računu prek primernih sprememb v vrednosti domače valute. Na tem režimu deviznega tečaja je država vztrajala vse do vključitve v ERM 2 (*exchange rate mechanism*) junija 2004.

V obdobju neposredno po razglasitvi samostojnosti, to je do prve polovice 90. let, je imela Slovenija zaradi nerešenih odnosov s tujimi upniki izrazito omejen dostop do mednarodnih virov dolžniškega kapitala. To je bilo tudi obdobje, ko razmere za znatnejši priliv lastniških PTI¹ dejansko še niso bili vzpostavljene (stabilizacija gospodarstva je bila le delno dosežena; privatizacija je še potekala, zakonodajno-institucionalni okvir je bil še zelo nedodelan). Pri NTI pa se je v tem obdobju že jasno kazala zadržanost Slovenije do tujih naložb, tovrstnih naložb pa tudi ni podpiral sprejeti model privatizacije.

Za obdobje od sredine 90. let do leta 2002 je bilo značilno omejevanje posameznih oblik priliva kapitala. Sredi 90. let je Slovenija uredila svoje odnose s tujimi upniki ter pridobila solidno oceno bonitetnih agencij, kar je ustvarilo ugodne razmere za dokaj dober dostop do mednarodnih trgov dolžniškega kapitala. Izboljšana ocenadržave v povezavi z velikimi razlikami med obrestnimi merami doma in v tujini (te so bile v Sloveniji mnogo višje kot drugje) je spodbudil subjekte, še zlasti banke, k pospešenemu zadolževanju v tujini. Zadolževanje je bilo še zlasti veliko v zadnjih letih prejšnjega desetletja in prvih letih tega desetletja. S ciljem vzdrževanja »primerne« deviznega tečaja tolarja v razmerju do DM/EUR se je

¹ Pri PTI je pomembno razlikovati med dolžniškimi in lastniškimi PTI. Tipična dolžniška PTI je nakup obveznice, tipična lastniška PTI pa nakup delnice.

Banka Slovenije odločila za omejevanje zadolževanja bank v tujini (uvedeni so bili depoziti, ki so jih banke morale položiti v Banki Slovenije ob najemu kredita z določenimi značilnostmi), uporabljala pa se je tudi sterilizacija deviznih prilivov, kar se je na drugi strani odrazilo v povečevanju deviznih rezerv države. V zvezi z lastniškimi PTI je bilo to obdobje, ko so v državi sicer že bili vzpostavljene potrebne zakonske in institucionalne razmere za investicije te vrste, vendar pa je ekonomska politika s svojimi ukrepi neposredno ali vsaj posredno omejevala tovrstne prilive. Osnovni argument za to je bil, da so lastniške PTI izrazito kratkoročna oblika kapitalskih prilivov (res je, da so lastniške PTI zelo volatilne, ni pa nujno, da gre za kratkoročno obliko kapitalskih tokov), ki bi v določenih razmerah lahko imela zelo negativne posledice na vodenje monetarne politike. Zaradi uvedbe t. i. skrbniških računov, ki so omejevali lastnika pri prostem razpolaganju s svojimi sredstvi, je bila Slovenija v tem obdobju povsem nezanimiva za tuje portfeljske investitorje. Slovenija je tudi v tem obdobju ostala dokaj zaprta do NTI (to še zlasti velja za večje investicije), eden ključnih argumentov za takšno stališče pa je bila krilatica o »nacionalnem interesu«. Ta nedvomno obstaja, problem pa je, da je bil v Sloveniji interpretiran tako široko, da so se pod njim pogosto skrivali interesi domačega privatnega sektorja.

Leti 2003 in 2004 sta obdobji ključnih institucionalnih sprememb za kapital-ske tokove. V teh dveh letih je prišlo do velikih sprememb v institucionalnem okviru Slovenije, še zlasti v tistem njegovem delu, ki se nanaša na kapital-ske tokove. Ključne so bile tri spremembe. Prvič, uveljavitev popolne liberalizacije kapitalskih tokov februarja 2003 (na osnovi evropskega sporazuma, podpisa-nega leta 1996), po kateri so nosilci ekonomske politike v Sloveniji morali od-praviti vse ukrepe, ki so kakorkoli omejevali katerokoli obliko kapitalskih tokov. Odpravljene so bile tako omejitve za zadolževanje v tujini kakor tudi skrbniški računi, povezani z lastniškimi PTI. Drugič, vstop Slovenije v EU maja 2004. Od vstopa dalje mora Slovenija spoštovati obsežen *acquis* pri prostem pretoku finančnih storitev. In tretjič, že junija 2004 je Slovenija vstopila v ERM 2 in s tem fiksirala devizni tečaj tolarja na evro. S to odločitvijo je naša država prešla na fiksni devizni tečaj, ki je ob popolni liberalizaciji kapitalskih tokov pomenil, da je Banka Slovenije izgubila samostojnost pri vodenju svoje monetarne politike (teorija *unholy trinity*).

Obdobje 2005–2007 je obdobje prilagajanja novemu institucionalnemu okviru. Popolnoma liberaliziran dostop do kapitalskih trgov v tujini v kombinaciji z vi-soko gospodarsko rastjo države (posledica velikega povpraševanja iz tujine in do-maćih investicij) ter nizko ceno denarja na teh trgih je povzročil, da smo bili v tem obdobju priča izredno hitri rasti zadolževanja bančnega sektorja v tujini. Tudi priliv lastniških PTI je v tem obdobju hitro rasel, kar je posledica povečanega obsega trgovanja in višanja borznega indeksa, pogosto povzročenega z lastniškim preoblikovanjem nekaterih podjetij, ki kotirajo na borzi. To je bilo hkrati obdobje, ko so se izhodne NTI zelo povečale, tako da se je neto priliv kapitala, ki ga je Slo-venija imela v tej obliki kapitala, znatno zmanjšal.

Leti 2008 in 2009 sta obdobji finančne krize. Gre za obdobje, v katerem se je zaradi krize – najprej finančne, nato pa še splošne gospodarske – skupen obseg neto kapitalskih prilivov v Slovenijo močno zmanjšal oziroma je v letu 2009 skoraj presahnil. To je v prvi vrsti sicer posledica drastičnega zmanjšanja zadolževanja bank v tujini, vendar pa so bili negativni tudi tokovi komercialnih kreditov in NTI. Strateški tuji investitorji v Sloveniji so v letu 2009 dezinvestirali.

3 TRENDI NA TEKOČEM RAČUNU PLAČILNE BILANCE SLOVENIJE

Vse od leta 1991 pa do leta 2003, torej preden je država popolnoma liberalizirala svoje kapitalske tokove in pred vstopom v EU in ERM 2, je bil tekoči račun Slovenije dokaj blizu ravnotežja. Kot je razvidno iz Tabele 1, je bil tekoči račun vse do leta 1997 v rahlem letnem presežku, edini pomembnejši primanjkljaj – na še vedno razumni letni ravni pod 4 % – je bil v letih 1999 in 2000, kar je mogoče v znatni meri pripisati ravnanju ekonomskih subjektov v obdobju okoli uvedbe davka na dodano vrednost. Tudi v naslednjih letih je bil tekoči račun bolj ali manj izravnal. Očitno je, da je ekonomska politika v Sloveniji prek monetarne politike in v kombinaciji s fiskalno politiko vodila takšno politiko deviznega tečaja – tudi s pomočjo omejitev za kapitalske tokove – ki ni dopuščala znatnejših in trajnejših primanjkljajev na tekočem računu.

TABELA 1: Tekoči račun plačilne bilance Slovenije, 1991–2003 (v % BDP)

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1,0	7,4	1,5	4,2	-0,5	0,2	0,1
1998	1999	2000	2001	2002	2003	
-0,8	-3,9	-3,4	0,4	1,2	-0,8	

Vir: EBRD, Transition Report, različne izdaje.

Dejstvo, da je bil tekoči račun plačilne bilance bolj ali manj uravnotežen, ne pomeni, da v tem obdobju ni bilo pomembnih neto prilivov kapitala v Slovenijo, vendar pa so bili ti spremljani s približno enakim obsegom povečevanja mednarodnih denarnih rezerv države (gre zlasti za veliko zadolževanje bank v tujini v letih na prelomu stoletja kot posledica razlik v obrestnih merah). Samo v dveh letih – 2001 in 2002 – so se mednarodne denarne rezerve Slovenije povečale za 1,4 mlrd EUR – gre pretežno za povečanje v obliki deviznih rezerv. V istih dveh letih je neto priliv kapitala v Slovenijo iz ostalih terjatev povečal za 1,2 mlrd EUR – v znatni meri je pri tem šlo za različne kredite (Banka Slovenije, Bilten, različne izdaje). Te številke jasno kažejo, da je Banka Slovenije pri vzdrževanju deviznega tečaja tolarja sterilizirala devize iz prilivov bančnih kreditov iz tujine ter s sterilizacijo ustvarjene devize plasirala v tujino; plačilnobilančno je to neto odliv kapitala, ki se odraža v obliki povečanja deviznih rezerv.

Skoraj uravnotežen finančno kapitalski račun države v tem obdobju je razumljivo pomenil, da tudi pri kapitalskih dohodkih (obresti, dobički), to je v tistem

delu tekočega dela plačilne bilance, ki je neposredno povezan s kapitalskimi tokovi, niso bili opaženi izrazito zaskrbljujoči trendi. Tabela 2 prikazuje neto tokove dohodkov od kapitala v obdobju 1991–2003. Iz tabele je razvidno, da je bila Slovenija pri dohodkih od kapitala vedno neto plačnica (izjema je leto 1995). To je razumljivo, saj je Slovenija neto dolžnica do tujine, pa tudi obseg investicij v naši državi je večji od investicij slovenskih rezidentov v tujini.

TABELA 2: Neto tokovi iz dohodkov od kapitala, 1991–2003 (v mio EUR)

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	-90	-44	-30	11	-56	-104
1998	1999	2000	2001	2002	2003	
-123	-119	-135	-136	-328	-354	

Vir: Banka Slovenije, Bilten, različne izdaje.

Tabela 3 prikazuje strukturo prejemkov in izdatkov iz dohodkov od kapitala v obdobju 1996–2003. Iz tabele je mogoče razbrati, da je močno povečan neto odliv iz tega vira v zadnjih dveh letih tega obdobja predvsem posledica večjih odlivov iz NTI. Medtem ko je bil v letih 1999–2001 povprečni letni neto odliv iz tega vira pod 80 mio EUR, je v letih 2002 in 2003 narasel na okoli 200 mio EUR. Negativni saldo iz kreditov je bil bolj stabilen in je v zadnjih treh letih tega obdobja znašal okoli 150 mio EUR.

TABELA 3: Struktura prejemkov in izdatkov iz dohodkov od kapitala, 1996–2003 (v mio EUR)

	Prejemki				Izdatki			
	Skupaj	Od NTI	Od kreditov	Od vred. papirjev	Skupaj	Od NTI	Od kreditov	Od vred. papirjev
1996	143,2	4,3	123,2	15,8	-188,7	-10,7	-156,3	-21,7
1997	164,7	9,6	127,9	27,2	-257,3	-44,1	-186,3	-26,9
1998	184,2	-11,2	122,1	73,3	-294,3	-65,7	-183,1	-45,5
1999	205,8	6,4	84,1	115,4	-318,7	-77,6	-168,2	-72,9
2000	267,5	24,5	114,2	128,8	-412,6	-97,4	-214,3	-100,9
2001	313,9	5,5	140,4	168,0	-438,1	7,8	-291,6	-154,3
2002	285,7	-4,0	144,1	145,6	-608,3	-201,1	-280,4	-126,8
2003	323,2	20,7	109,3	193,2	-672,5	-272,5	-271,8	-128,3

Vir: Banka Slovenije (2005).

Po vstopu Slovenije v EU in ERM 2, to je od leta 2004 dalje, se je primanjkljaj na tekočem račun začel povečevati. Medtem ko je še leta 2005 znašal povsem normalnih in vzdržnih 1,7 % BDP, je do leta 2008 narasel že na 6,7 % BDP (Tabela 4). Povečevanje primanjkljaja je povzročila vrsta dejavnikov, med katerimi velja

omeniti izrazito hitro gospodarsko rast, ki so jo spodbujali veliko povpraševanje iz tujine ter velike domače investicije javnega in privatnega sektorja (podjetniški sektor ter gospodinjstva). V razmerah, v katerih država na povečanje primanjkljaja ni več mogla odgovoriti z ukrepi lastne monetarne politike, za ukrepanje fiskalne in strukturnih politik pa ni bilo zadostne pripravljenosti, je razumljivo, da je bilo financiranje primanjkljaja glavni način reagiranja na njegovo naraščanje. To je bilo v tem obdobju toliko lažje zaradi izrazito velike likvidnosti na mednarodnih finančnih trgih in posledično nizke cene denarja. V letu 2009 je primanjkljaj padel, in to kot neposredna posledica finančne ter gospodarske krize. Transformacija krize iz povsem finančne v gospodarsko, do česar je prišlo po propadu banke Lehman Brothers septembra 2008, je imel za posledico drastičen padec gospodarske rasti in posledično zmanjšanje primanjkljaja.

TABELA 4: Tekoči račun plačilne bilance Slovenije, 2004–2009 (v % BDP)

2004	2005	2006	2007	2008	2009
-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,7	-1,5

Vir: UMAR (2010).

Povečanje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance Slovenije v letih 2007 in 2008 so vsaj v enem delu povzročili povečani neto odlivi iz dohodkov od kapitala. Tabela 5 prikazuje te odlive, ki so bili v obdobju pred krizo znatno večji kot do leta 2006, in to tako v absolutnih zneskih kot tudi kot delež BDP. V zgolj dveh letih – 2007 in 2008 – so se neto odlivi iz dohodkov od kapitala skoraj podvojili. V letu 2008 so imeli neto odlivi iz dohodkov od kapitala približno 45% delež celotnega primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance države.

TABELA 5: Neto tokovi iz dohodkov od kapitala, 2005–2009 (v mio EUR)

2005	2006	2007	2008	2009
-424	-548	-839	-1.038	-867

Vir: Banka Slovenije (2010a).

V Tabeli 6 je prikazana struktura prejemkov in izdatkov iz dohodkov od kapitala v obdobju 2005–2009. Iz tabele je mogoče razbrati, da je povečanje neto odliva iz tega vira predvsem posledica povečanih odlivov. Ti so se v obdobju 2004–2008 povečali za skoraj 1,3 mlrd EUR, prilivi pa le za nekaj več kot polovico tega zneska. Povečanje neto odlivov je v prvi vrsti posledica povečanih neto odlivov iz »ostalega«, kar dejansko pomeni povečanje plačil iz obresti. Plačilo obresti je naraslo na 1,2 mlrd EUR v letu 2008 v primerjavi z vsega 0,3 mlrd EUR leta 2004. Medtem ko je še v letih 2004 in 2005 plačevanje obresti predstavljalo le dobro tretjino vseh odlivov iz dohodkov od kapitala, je v letu 2008 njihov delež znašal že blizu 60 %. V letu 2009 so se tako odlivi kot prilivi iz dohodkov od kapitala močno zmanjšali in padli približno na raven leta 2006.

TABELA 6: Struktura prejemkov in izdatkov iz dohodkov od kapitala, 2004–2009
(v mio EUR)

	Prejemki				Izdatki			
	Skupaj	Od NTI	Od PTI	Ostalo	Skupaj	Od NTI	Od PTI	Ostalo
2004	329	26	221	82	-789	-381	-124	-284
2005	442	74	268	100	-866	-385	-131	-349
2006	654	174	301	179	-1.202	-563	-121	-518
2007	940	262	374	305	-1.779	-770	-155	-853
2008	1.024	205	422	397	-2.062	-701	-170	-1.191
2009	466	89	326	230	-1.333	-525	-259	-549

Vir: Banka Slovenije (2010a).

4 STRUKTURA KAPITALSKIH TOKOV IN NJEN VPLIV NA FINANČNO STABILNOST DRŽAVE PREJEMNICE

Struktura prilivov kapitala je za državo prejemnico pomembna iz več razlogov – vpliva na vodenje monetarne politike, omogoča različne oblike upravljanja z likvidnostjo, pomembna pa je tudi za delitev tveganj oziroma širše za finančno stabilnost. Za monetarno politiko je struktura priliva kapitala pomembna zaradi tega, ker so nekatere oblike tokov kapitala zelo občutljive na obrestne mere v državi, medtem ko je pri nekaterih drugih oblikah tokov ta občutljivost veliko manjša. Struktura kapitalskih prilivov je pomembna tudi za upravljanje z likvidnostjo, saj njegova struktura po ročnosti vpliva na izbor instrumentov, ki jih je mogoče uporabljati za sterilizacijo kapitalskih prilivov. In ne nazadnje, struktura kapitalskih prilivov je pomembna tudi za finančno stabilnost, saj porazdeljuje tveganja med rezidente in nerezidente ter vpliva na obseg investicij v državi, na cikličnost skupnega obsega prilivov kapitala ter na način prilagajanja države v primeru drastičnega znižanja obsega kapitalskih tokov. S stališča finančne stabilnosti so pomembni zlasti naslednji štirje vidiki strukture kapitalskih tokov (BIS 2009):

- *Delitev na lastniške/dolžniške tokove kapitala.* Medtem ko se pri lastniških oblikah kapitala tveganja delijo med tistega, ki je sredstva zagotovil, in tistega, ki jih je prejel, pač v odvisnosti od ustvarjenega donosa, pa je sredstva, prejeta v obliki dolžniških oblik kapitala, treba servisirati ne glede na to, kakšen dejanski donos je bil ustvarjen. Torej: pri dolžniških oblikah kapitala je tveganje v celoti preneseno na prejemnika sredstev.
- *Delitev na kratkoročne/dolgoročne tokove kapitala.* O ročnosti kapitala je načeloma mogoče govoriti samo pri dolžniških oblikah kapitala. Kreditorejmalci, ki imajo dolgoročne kredite po fiksni obrestni meri, so načeloma manj izpostavljeni tveganjem, povezanim z refinanciranjem in spremembami obrestnih mer. Pri kreditu s fiksno obrestno mero mora tveganje eventualnega povečanja obrestnih mer prevzeti kreditodajalec.
- *Delitev na kapital, namenjen investicijam/potrošnji.* Kapitalski prilivi, ki so namenjeni financiranju javnofinančnih primanjkljajev in/ali privatne potrošnje, so s stališča dolgoročne finančne vzdržnosti države precej bolj tvegani kot prilivi, ki so usmerjeni v financiranje investicij. Medtem ko so lastniške oblike kapitala po svojih značilnostih usmerjene predvsem v slednje, pa so dolžniški viri, tako krediti kot obveznice, lahko namenjene tako investicijam kot potrošnji.
- *Delitev na kapital, zagotovljen v domači/tuji valuti.* Če ima rezident svoje prihodke v nacionalni valuti, potem bo pri najemu kredita v tuji valuti ali z valutno

klavzulo izpostavljen tečajnemu tveganju. Najem kredita v določeni tuji valuti je s stališča finančne stabilnosti upravičen takrat, ko ima kreditojemalec tudi vir prihodkov v isti tuji valuti.

Na osnovi teh poenostavljenih klasifikacij bi bilo mogoče oceniti, da so NTI zaželena oblika kapitalskih prilivov s stališča potencialne ranljivosti države uvoznice kapitala. Načeloma so te investicije lastniške, dolgoročneje in bolj usmerjene v investicije kot pa v javno ali privatno potrošnjo. V praksi pa seveda ni vedno tako. Lastniške PTI so prav tako lahko koristna oblika diverzifikacije tveganj med rezidente in nerezidente, nekatere študije pa tudi ugotavljajo, da tovrstne investicije lahko prispevajo k poviševanju investicij države v določenem obdobju. Na drugem koncu spektra diverzifikacije tveganj so bančni krediti, še zlasti tisti z relativno kratkimi odplačilnimi roki in odobreni v tujih valutah. Ob tem je treba povedati, da so bili tudi za instrumente, ki so načeloma sicer ugodni za državo uvoznico kapitala s stališča delitve tveganja, razviti instrumenti, ki omogočajo prenašanje investitorjevih tveganj na prejemnika sredstev.

Drugi pristop, ki omogoča ocenjevanje, kako stabilna/nestabilna je posamezna oblika prilivov kapitala za prejemnika kapitalskih prilivov, je analiza njihove volatilnosti v času kriz, skozi katere so šle posamezne države/regije v preteklih dveh/treh desetletjih. Iz obsežne študije o odzivanju posameznih oblik kapitalskih prilivov na finančne krize v t. i. porajajočih se gospodarstvih (*emerging economies*) v zadnjih dveh/treh desetletjih (Felices in drugi 2008), je mogoče zaključiti, da so bile NTI običajno najbolj stabilna oblika privatnih kapitalskih tokov. PTI so se pokazale kot pomembno bolj volatilne in so v določeni meri delovale prociklično. V okviru PTI avtorji študije ugotavljajo, da so bile v obdobju 1980–2007 lastniške PTI bolj stabilne od dolžniških PTI. Ne samo ta študija, temveč tudi vrsta drugih ugotavlja, da so mednarodni bančni krediti najbolj nestabilna oblika kapitalskih prilivov. Nasploh velja ocena, da so tovrstni krediti igrali pomembno vlogo v finančnih krizah porajajočih se gospodarstev v 90. letih. Razloga za to sta predvsem dva. Prvič, veliko kratkoročno zadolževanje bank ustvarja tveganje, da bo pri izbruhu krize prišlo do velikih in hitrih odlivov kapitala iz države. Drugič, banke, ki se zadolžujejo v tuji valuti, posojila pa odobravajo svojim strankam v domači valuti, se izpostavljajo velikim tečajnim tveganjem.

Ko govorimo o volatilnosti posameznih oblik kapitalskih tokov, obstaja visoka stopnja soglasja med analitiki, da je ta običajno odraz globljih razlogov. Broto in drugi (2008) so podrobno analizirali vpliv posameznih makroekonomskih in finančnih dejavnikov v državi prejemnici kapitala, kakor tudi globalnih dejavnikov na volatilnost posameznih oblik kapitalskih tokov. Njihov glavni zaključek je, da razvitost domačega finančnega sistema pomembno vpliva na zmanjšanje volatilnosti tako PTI kot bančnih kreditov.

5 OBNAŠANJE RAZLIČNIH OBLIK KAPITALSKIH TOKOV V OBDOBJIH KRIZ

Pri obnašanju različnih oblik kapitalskih tokov v obdobjih kriz je pomembno razlikovanje med kratkoročnimi in dolgoročnimi kapitalskimi tokovi. Prvi naj bi bili bolj spremenljivi od drugih. Večina empiričnih študij ugotavlja, da so NTI običajno najbolj stabilen kapitalski tok (glej npr. Felices in Orskaug 2008; Dobson in Hufbauer 2001). To je logično, saj se NTI izvajajo zaradi trajnega interesa biti v neki državi, tu pa so še težave z dezinvestiranjem v primeru NTI, ki je povezano z velikimi izstopnimi stroški (*sunk*). PTI so bolj volatilne in po nekaterih študijah tudi prociklične. Eden od pomembnih razlogov za večjo volatilnost PTI kot NTI je asimetrija informacij, ki prispeva k slabi oceni tveganja (UNCTAD 1999a). Za PTI Felices in Orskaug (2008) ugotavljata, da so bili prilivi lastniških PTI na porajajoče se trge (*emerging markets*) v letih 1980–2007 bolj stabilni kot tokovi dolžniških PTI. Mnogi ugotavljajo, da je najbolj nestabilen vir financiranja prekomerno bančno posojanje (BIS 2009: 26–8).

Levchenko in Mauro (2007) sta posebej analizirala odpornost različnih oblik kapitalskih tokov na krize in ugotovila, da so lastniške oblike finančnih tokov (še posebej NTI) zelo stabilne ob nenadnih padcih neto kapitalskih tokov, medtem ko z bankami povezani kapitalski tokovi pogosto strmo padejo in ostanejo na nižji ravni nekaj let.²

Kleindienst (2000) je analiziral obnašanje PTI v latinskoameriški dolžniški krizi v 80. letih, mehiški krizi v letih 1994–1995 in azijski krizi v letih 1997–1998 (ASEAN-4, Južna Koreja, Rusija, Brazilija). Ugotovil je, da je bilo vsem tem krizam skupno to, da je v letih pred krizo prišlo do precejšnjih neto prilivov tujega kapitala in da se je ob nastopu kriz ta tok radikalno obrnil. Kleindienst (2000: 20, Tabela 10) ugotavlja, da so bile v analiziranih primerih NTI ves čas najmanj volatilna kategorija neto kapitalskih tokov v vseh regijah – ASEAN-4 + Južna Koreja, tranzicijska gospodarstva, Latinska Amerika – obenem pa so bile neto PTI v skoraj vseh primerih precej manj volatilna kategorija kapitalskih

² Pa vendar nekatere druge empirične analize niso jasno pokazale, da bi bili kratkoročni kapitalski tokovi bolj ali občutneje bolj spremenljivi kot NTI in ostali dolgoročni kapitalski tokovi (Claessens in drugi 1995). IMF (1999: 19) je ugotovil, da so NTI res najmanj volatilna kategorija izmed vseh kapitalskih tokov, vendar pa drugi dolgoročni tokovi nihajo enako močno kot kratkoročni. Poleg tega med NTI in bolj spremenljivimi kratkoročnimi tokovi obstaja močna povezava (medsebojni krediti povezanih oseb, kratkoročni instrumenti za zaščito dobičkov tujih neposrednih investorjev itd.).

tokov kot druge neto naložbe, med katere sodijo predvsem bančna posojila in komercialni krediti. V 90. letih je bila stopnja nihanja neto PTI v vseh treh regijah veliko nižja celo od dolgoročnih bančnih in trgovinskih posojil. V petih azijskih državah, ki jih je kriza najbolj prizadela, je bila stopnja nihanja neto PTI celo trikrat nižja od stopnje nihanja drugih neto naložb (predvsem kratko- in dolgoročnih bančnih posojil ter komercialnih kreditov). Ob tem je pomembno še nekaj: privatni neto kapitalski tokovi na porajajočih se trgih so bili v 90. letih ves čas pozitivni, vendar so pri tem pomembne razlike: neto NTI in PTI so bile v analiziranih državah v 90. letih ves čas pozitivne, pri drugih neto naložbah – predvsem bančna posojila in komercialni neto krediti – pa se je predznak v času mehiške (1994) in azijske ter ruske krize (1997, 1998) dramatično spremenil v negativno smer.

Podrobnejša analiza držav, ki jih je azijska kriza najbolj prizadela, kaže, da se je najslabše obnašal dolžniški kapital (Kleindienst 2000: 21–2). Neto NTI so bile ves čas krize pozitivne in so se pokazale kot najbolj odporne. Do velikih odlivov privatnega kapitala v letih 1997 in 1998 ni prišlo zaradi neto PTI, temveč skoraj izključno zaradi odlivov na osnovi bančnih kreditov. Banke v teh državah so dosegale veliko kreditno ekspanzijo, s krediti, ki so jih najemale v tujini, pa so v veliki meri financirale nakupe nepremičnih in vrednostnih papirjev rezidentov. Do borznega balona je nedvomno prišlo s posredovanjem domačih bank. Kriza leta 1997 je nastopila, ko so tuji upniki prenehali podaljševati kratkoročne kreditne linij domačim poslovnim bankam (UNCTAD 1999a: 14–6).³

Zgornji podatki kažejo, da so PTI nedvomno dodale svoj delež k nastopu finančnih kriz v 90. letih, vendar pa je bila njihova negativna vloga v krizah občutno manjša kot vloga dolžniškega kapitala. Tokovi, povezani z lastniškim kapitalom, tako NTI kot PTI, so v azijski in drugih krizah odigrali bolj postransko

³ Podobne so ugotovitve Vujovića (2007: 44), ki je analiziral različne oblike kapitalskih tokov v državah v razvoju v obdobju 1997–2005. Ugotovil je, da NTI z azijsko krizo niso bile prizadete, saj se njihovi letni neto prilivi v države v razvoju po letu 1997 praktično sploh niso zmanjšali: 168,7 mlrd USD v letu 1997; 172,4 mlrd USD v letu 1998; 183,3 mlrd USD v letu 1999; 168,8 mlrd USD v letu 2000 itd. Drugače je bilo z neto prilivi PTI, ki so se zmanjšali od 30,9 mlrd USD v letu 1997 na vsega 6,9 mlrd USD v letu 1998 in so znesek iz leta 2007 presegli šele v letu 2004 s 37,3 mlrd USD. To potrjuje tezo o večji volatilnosti PTI na znake krize. Vpliv krize pa je bil največji pri tokovih posojil; neto tokovi dolgov so padli od 107,2 mlrd USD v letu 1997 na 54,2 mlrd USD v letu 1998 in so presegli vrednost iz leta 1997 šele v letu 2004 (119,0 mlrd USD). Dodatna težava je bila ta, da so najbolj padla prav posojila privatnih posojilodajalcev, namreč od 94,1 mlrd USD v letu 1997 na 19,9 mlrd USD v letu 1998. Komercialne banke so torej na finančni krizo reagirale mnogo močnejše kot institucionalni investitorji, kar govori močno v prid tezi o potrebi po diverzificiranju zunanjih virov financiranja. Posamezni tokovi so se po krizi različno hitro popravljali. NTI so imele blago padajoč trend vse do leta 2002, ko so začele spet hitro rasti. PTI so se na predkrizno raven vrnile šele v letu 2003, od takrat naprej pa so v impresivni rasti. Tudi pri neto kreditnih tokovih državam v razvoju je bila predkrizna raven dosežena šele po šestih letih, potem pa so v obdobju 2004–2006 ti tokovi rasli (Vujović 2007: 44).

vlogo. Vir azijske krize je bilo predvsem prekomerno zadolževanje domačega bančnega in realnega zasebnega sektorja ter neučinkovita alokacija kapitalskih prilivov (nepremičnine, vrednostni papirji). Kleindienst (2000) tudi ugotavlja, da je bila kriza predvsem posledica strukturnih neravnovesij v gospodarstvu ter poslabšanja temeljnih (zlasti makroekonomskih) agregatov, pri čemer je prekomerno reagiranje investorjev krizo le zaostriilo v večji meri, kot so to narekovali temeljni dejavniki, nikakor pa njihova ravnanja niso bila povzročitelj krize.

Azijska kriza je v veliki meri spremenila obnašanje globalnih portfeljskih investorjev. Še leta po krizi so bili donosi na novih trgih znatno pod pričakovanji, pri čemer pa se stabilnost ni izboljšala. Čeprav je bila cena krize visoka, so se PTI nadaljevale, pri čemer so investitorji precej bolj pozorno spremljali ključne ukrepe ekonomske politike, ekonomsko rast, raven deviznih rezerv in stabilnost deviznega tečaja, splošno makroekonomsko stabilnost, stanje in tveganja v bančnem sistemu, kakovost regulatornega okvira na delniškem trgu, kakovost domačih računovodskih in revizorskih standardov, stopnjo zaščite investorjev, posojilodajalcev in malih delničarjev. PTI so v krizi potrdile svojo občutljivost na spremembe ekonomskih razmer in investicijske klime. V naslednjih letih so finančne inovacije (derivati in sekuritizacija tokov kapitala) ter nove tehnike upravljanja s finančnimi tveganji povečale občutljivost sistema odločanja, ki ga uporabljajo portfeljski investitorji. Na ta način se je zmanjšala stopnja tolerance, skrajšal se je reakcijski čas in povečala nevarnost prehitrega reagiranja na motnje, s tem pa tudi naglega širjenja »finančne okužbe« na celoten sklop novih trgov. Inherentna nestabilnost PTI zahteva stabilne makroekonomske razmere in pazljivo upravljanje s tokovi kapitala, da bi se izognili poudarjenemu cikličnemu gibanju (Vujović 2007).

Čeprav natančnejših analiz obnašanja različnih oblik kapitalskih tokov v sedanjí krizi še ni, obstoječi podatki nakazujejo dvoje. Prvič, tudi v sedanjí krizi se zdi, da se najbolj stabilno obnašajo NTI, najmanj pa posojila, medtem ko so PTI neke vmes. Drugič, obseg in narava sedanje krize so vsekakor precej drugačni od bolj regionalnih kriz v 80. in 90. letih.

Struktura bruto prilivov v Tabeli 7 kaže, na kakšen način se gospodarska območja medsebojno finančno povezujejo: prek NTI, portfeljskih naložb in trga kapitala ali prek posojil in kreditov. Osnovna značilnost je, da finančna integracija ZDA in EU območja poteka predvsem prek trga kapitala in portfeljskih naložb, pri manj razvitih gospodarstvih pa je najbolj pomembna pot prek NTI. Pri tem je treba upoštevati pomemben delež državnih obveznic, prek katerih razvite države financirajo svoje fiskalne potrebe s tujo akumulacijo. Kriza v letu 2008 te strukture dosti ne spreminja, povzroči pa zapiranje posameznih področij samih vase in zmanjšanje obsega medsebojnih finančnih tokov, predvsem zaradi zmanjšanja portfeljskih naložb ter posojil.

TABELA 7: Globalni finančni tokovi – prilivi, 2006–2008 (v mlrd USD)

	2006	2007	2008
ZDA			
NTI	243,2	275,8	319,7
PTI	1.126,7	1.154,7	527,7
Ostale investicije	695,3	699,0	-313,4
SKUPAJ – kapitalski prilivi	1.247,3	2.129,5	534,1
Evroobmočje			
NTI	331,8	524,8	162,5
PTI	1.032,0	808,4	631,9
Ostale investicije	928,3	1.287,6	303,6
SKUPAJ – kapitalski prilivi	2.292,1	2.620,9	1.098,0
Porajajoča se gospodarstva in gospodarstva v razvoju			
NTI	416,4	610,0	666,6
PTI	287,6	357,8	-30,2
Ostale investicije	212,6	698,4	87,9
SKUPAJ – kapitalski prilivi	916,7	1.666,2	724,3

Vir: IMF (2009b: 180).

TABELA 8: Neto finančni tokovi porajajočih se gospodarstev in gospodarstev v razvoju, 2007–2010 (v mlrd USD)

	2007	2008	2009	2010
Privatni finančni tokovi	696,5	129,5	-52,5	28,3
NTI	411,2	425,0	279,0	269,5
PTI	88,1	-85,4	-99,8	-110,4
Ostali zasebni finančni tokovi	197,1	-210,1	-231,6	-130,8
Uradni finančni tokovi	-69,5	-105,7	50,3	-14,2

Vir: IMF (2009a: 192).

Neto finančni tokovi v Tabeli 8 prikazujejo, koliko neto tuje akumulacije prejemajo porajajoča se gospodarstva in gospodarstva v razvoju ter v kakšni obliki. Osnovna značilnost so visoki prilivi tuje akumulacije v letu 2007 v višini približno 600 mlrd USD, ki so že v naslednjem letu ob začetku krize povsem presahneli, in napovedi IMF so, da se bo tako stanje ohranilo tudi v letih 2009 in 2010. Do zmanjšanja je prišlo tudi pri NTI, vendar so te spremembe manj izrazite in neto prilivi iz tega vira so še vedno močno pozitivni. Povsem drugače je pri posojilih in PTI, kjer je prišlo do sunkovitega obrata in neto odlivov kapitala iz manj razvitih gospodarstev. Kumulativni neto odlivi v obdobju 2008–2010 bodo pri posojilih kar dvakrat večji kot pri portfeljskih naložbah: odliv 572,5 mlrd USD pri posojilih in odliv 295,6 mlrd USD pri portfeljskih naložbah.

V začetku je imela sedanja finančna kriza le precej omejen vpliv na porajajoče se trge. Stvari so se precej poslabšale v septembru 2008, ko je prišlo do nepričakovano ostrih preobratov prejšnjih prilivov, kar je postavilo domače finančne sisteme v precej stresen položaj. Med avgustom 2007 in koncem novembra 2008 so cene vrednostnih papirjev na porajajočih se trgih šle skozi tri faze. V prvi fazi (do oktobra 2007) so se cene obnašala precej bolje, v drugi fazi, med novembrom 2007 in majem 2008, pa bolj ali manj enako kot cene na razvitih trgih. Sredi maja 2008, ko so se ekonomske napovedi poslabšale, apetiti investorjev pa so padli, so cene vrednostnih papirjev v razvitih državah in na glavnih porajajočih se trgih začele močno padati. V tej tretji fazi, za katero je bila značilna velika prodaja vrednostnih papirjev porajajočih se trgov s strani tujih investorjev, je bil padec cen bolj očiten na porajajočih se trgih kot v razvitih državah. V septembru in oktobru 2008 je povečana premija za tveganje vodila tudi do močnih povečanj pribitkov na državne obveznice porajajočih se trgov. Tu so bile posebej na udaru države z velikimi primanjkljaji na tekočem računu in zunanjimi dolgovi (BIS 2009: 111–30). Po drugi strani pa so v letu 2009 že ob prvih znakih, da se upad gospodarske aktivnosti umirja, kapitalski trgi razvijajočih se držav (predvsem v državah BRIC) doživeli velik obrat navzgor, in to veliko večji kot na trgih razvitih držav.

V 80. in 90. letih so prilivi kapitala na porajajoče se trge prispevali k ranljivosti in so pogosto še povečali krize, zaradi velikih in hitrih prilivov ter odlivov kapitala na domače finančne trge, ki so bili pogosto plitvi, nelikvidni in tudi sicer nagnjeni k volatilnosti. Danes so mnogi porajajoči se trgi sposobni brez težav absorbirati precej ostre spremembe v kapitalskih gibanjih. Povezave med prožnostjo finančnega sistema in kapitalskih tokov tečejo v obeh smereh. Sofisticirana in diverzificirana baza domačih investorjev je ključna za prožen finančni sistem. Istočasno pa večja prisotnost tujih investorjev načeloma pogloblja domače finančne trge, krepi diverzificiranost investorjev in izboljšuje likvidnost (BIS 2009: 65). Pa vendarle pretekle izkušnje kažejo, da veliki prilivi kapitala (v obsegu 10 % BDP ali več, kot se je zgodilo na nekaterih porajajočih se trgih pred zadnjo krizo) – naj so absorbirani ali ne – potisnejo cene obstoječih naložb navzgor in morda sploh ne vodijo v ustvarjanje novih sredstev (BIS 2009: 131–3).

6 TRENDI V KAPITALSKIH TOKOVIH MED SLOVENIJO IN TUJINO⁴

6.1 NTI

V času izrazito visokih stopenj gospodarske rasti Slovenije, to je v letih 2005–2007, je bila naša država neto izvoznica NTI, in to na letni ravni do 0,5 % BDP (glej Tabelo 9). V letu 2008, ki je bilo prvo krizno leto, v katerem so se naše izhodne NTI zmanjšale za okoli 30 % (od 1.317 mio EUR leta 2007 na 949 mio EUR leta 2008), vhodne NTI pa celo povečale za 19 % (od 1.106 mio EUR leta 2007 na 1.330 mio EUR leta 2008), je Slovenija imela neto priliv kapitala iz NTI v višini 1 % BDP. V letu 2009, ko se je kriza močno poglobila, pa je naša država ponovno postala neto izvoznica NTI v rekordni višini 1,5 % BDP. Do tega je prišlo predvsem zaradi dezinvestiranja obstoječih neposrednih tujih investitorjev v Sloveniji.

TABELA 9: Neto tokovi NTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (mio EUR)	224,2	–43,0	–173,7	–210,2	380,8	–539,1
Lastniški kapital	–62,2	–185,3	–166,8	–222,3	–287,2	–330,8
Reinvestirani dobički	264,7	205,6	97,0	–41,6	7,1	335,3
Ostali kapital	21,7	–63,4	–103,8	53,7	660,7	–543,6
Skupaj (% BDP)	0,83	–0,15	–0,56	–0,61	1,02	–1,52
Lastniški kapital	–0,23	–0,64	–0,54	–0,64	–0,77	–0,93
Reinvestirani dobički	0,97	0,72	0,31	–0,12	0,02	0,95
Ostali kapital	0,08	–0,22	–0,33	0,16	1,77	–1,54

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

Kot je razvidno iz Tabele 10, je v letu 2009 prišlo do dezinvestiranja obstoječih tujih investitorjev v Sloveniji v višini 419 mio EUR. Glavni »krivec« za ta preobrat je postavka ostali kapital, ki vključuje predvsem znotrajpodjetniške kredite, to je kredite med matičnim podjetjem in njegovimi tujimi podružnicami. Tok kapitala v tej postavki se je spremenil iz priliva v višini 931 mio EUR leta 2008 v

⁴ Podatki v tem poglavju so izključno iz publikacij Banke Slovenije, in sicer iz Biltena Banke Slovenije (Banka Slovenije 2009c) za obdobje 2004–2008 in iz publikacije Ekonomski odnosi s tujino (Banka Slovenije 2009d) za prvih 10 mesecev leta 2008 in 2009.

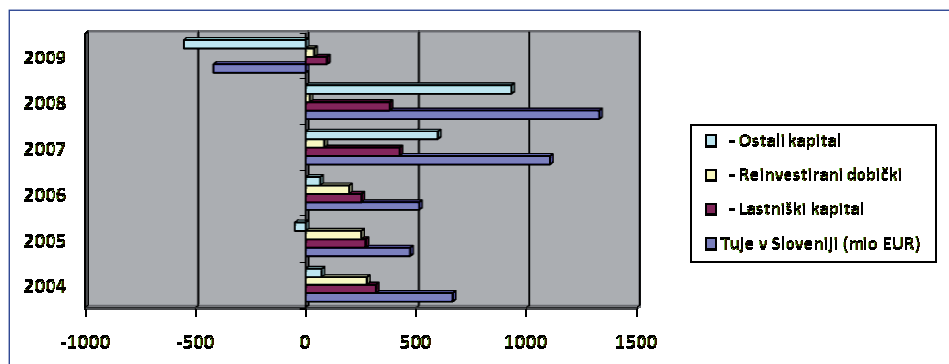
odliv (gre torej za neto odplačevanje kreditov) v višini 552 mio EUR v letu 2009. Spremembo si je mogoče razlagati z zmanjševanjem aktivnosti in s tem povezano manjšo potrebo po znotrajpodjetniškem kreditiranju, seveda pa tudi s potrebami matičnih podjetij po likvidnosti ter z njihovo željo zmanjšati izpostavljenost v Sloveniji. Kako dramatična je bila ta sprememba, kaže tudi Slika 1.

TABELA 10: Struktura tokov izhodnih in vhodnih NTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Izhodne NTI (mio EUR)	-441,0	-515,6	-687,0	-1.316,6	-948,7	-120,5
Lastniški kapital	-379,7	-456	-418,8	-647,2	-667,5	-426,8
Reinvestirani dobički	-11,6	-45,5	-99,4	-125,3	-10,6	297,6
Ostali kapital	-49,7	-14,1	-168,8	-544,2	-270,7	8,7
Vhodne NTI (mio EUR)	665,2	472,5	513,3	1.106,4	1.329,5	-418,6
Lastniški kapital	317,5	270,7	252,0	424,9	380,3	96,0
Reinvestirani dobički	276,3	251,1	196,4	83,7	17,7	37,7
Ostali kapital	71,4	-49,3	65,0	597,9	931,4	-552,3
Izhodne NTI (% BDP)	-1,62	-1,79	-2,21	-3,81	-2,54	-0,34
Vhodne NTI (% BDP)	2,45	1,64	1,65	3,20	3,56	-1,18

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

SLIKA 1: Struktura tokov vhodnih NTI v Slovenijo, 2004–2009 (v mio EUR)



Vir: Tabela 10.

6.2 PTI

PTI oziroma investicije v vrednostne papirje so za države v tranziciji in torej tudi za Slovenijo relativno nova oblika kapitalskih tokov. V obdobju 2004–2007, to je v obdobju visoke gospodarske rasti, je Slovenija imela naraščajoči neto

odliv kapitala iz tega vira. Kot je razvidno iz Tabele 11, se je ta povečal za skoraj štirikrat: od 637 mio EUR oziroma 2,4 % BDP leta 2004 na kar 2.255 mio EUR oziroma 6,5 % BDP leta 2007. Pri tem velja opozoriti, da je bilo povečevanje neto odliva PTI predvsem posledica povečanih neto odlivov iz dolžniških PTI oziroma obveznic – te so se na letni ravni povečale za prek 1,1 mlrd EUR – medtem ko je bilo primerljivo povečanje iz lastniških PTI za več kot polovico manjše (glej Sliko 2).

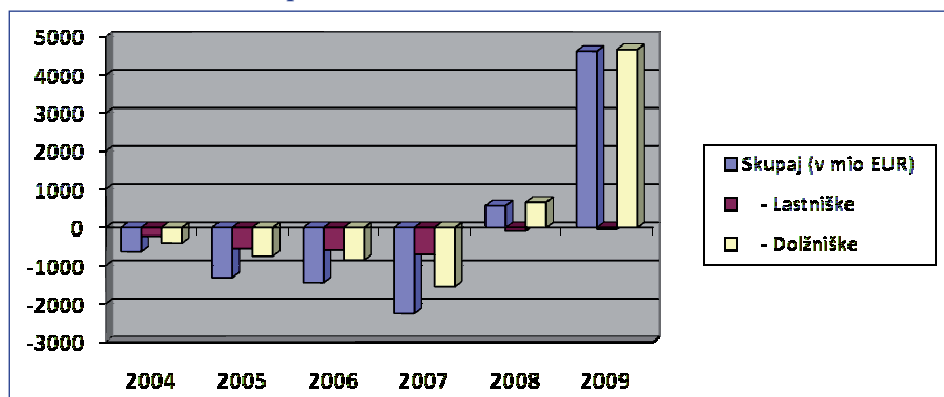
Izbruh finančne krize je pomenil drastično spremembo za neto tokove PTI; obseg te spremembe v letu 2008 je znašal kar 8 % BDP v primerjavi s prejšnjim letom. Medtem ko je še leta 2007 Slovenija imela neto odliv PTI v višini 6,5 % BDP, je že leta 2008 prišlo do neto priliva v višini 1,5 % BDP. V letu 2009 je bil neto priliv še veliko večji, namreč 13,1 % BDP. Preobrat se je zgodil predvsem na račun velikega povečevanja priliva iz dolžniških PTI, potrebnega za financiranje močno povečanega javnofinančnega primanjkljaja države v tem letu. Medtem ko je še leta 2007 Slovenija imela neto odliv dolžniških PTI v višini 1.547 mio EUR, je že leta 2008 prišlo do neto priliva dolžniških PTI v višini 664 mio EUR, ta neto priliv pa se je v letu 2009 povečal na nič manj kot 4.670 mio EUR.

TABELA 11: Obseg neto tokov PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (v mio EUR)	-637,1	-1.313,40	-1.442,50	-2.255,40	572,2	4.624,5
Lastniške	-228,5	-559,8	-589,6	-708,0	-91,6	-45,2
Dolžniške	-408,6	-753,5	-852,9	-1547,3	663,8	4.669,8
Skupaj (% BDP)	-2,35	-4,57	-4,64	-6,52	1,53	13,07
Lastniške	-0,84	-1,95	-1,90	-2,05	-0,25	-0,13
Dolžniške	-1,50	-2,62	-2,75	-4,48	1,78	13,20

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

SLIKA 2: Neto tokovi skupnih, lastniških in dolžniških PTI, 2004–2009



Vir: Tabela 11.

Če pogledamo bruto tokove portfeljskih investicij (Tabela 12), ugotovimo, da so spremembe v njihovih neto zneskih v obdobju do leta 2007 predvsem posledica hitre rasti terjatev, torej portfeljskih investicij rezidentov Republike Slovenije v tujini (predvsem je šlo za nakupe vrednostnih papirjev s strani privatnega sektorja). V kriznih letih 2008 in 2009, ko je država prešla z velike neto izvoznice kapitala iz portfeljskih investicij na veliko uvoznico kapitala iz tega vira, je bilo to posledica dveh dejavnikov. Prvi je bil drastičen padec odliva kapitala iz tega vira: od 3.311 mio EUR leta 2008 na vsega 41 mio EUR leta 2009, poleg tega je prišlo do spremembe odlivov v prilive zaradi dezinvestiranja rezidentov Slovenije v tujini v višini 75 mio EUR v letu 2009. Drugi razlog pa je bil že omenjeno povečanje obveznosti v obliki izdaje obveznic. Obseg obveznosti se je tako povečal od 1.055 mio EUR leta 2007 na kar 4.549 mio EUR v letu 2009.

TABELA 12: Terjatve in obveznosti iz tokov PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Terjatve (mio EUR)	-652,8	-1.409,4	-2.127,50	-3.310,7	-40,6	75,2
Lastniške	-218,7	-639,0	-746,0	-911,8	102,5	-67,3
Dolžniške	-434,1	-770,4	-1.381,60	-2.398,9	-143,1	142,5
Obveznosti (mio EUR)	15,7	96,0	685,0	1.055,4	612,8	4.549,3
Lastniške	-9,8	79,2	156,4	203,8	-194,1	22,1
Dolžniške	25,5	16,9	528,7	851,6	806,9	4.527,3
Terjatve (% BDP)	-2,40	-4,90	-6,85	-9,58	-0,11	0,21
Lastniške	-0,81	-2,22	-2,40	-2,64	0,27	-0,19
Dolžniške	-1,60	-2,68	-4,45	-6,94	-0,38	0,40
Obveznosti (% BDP)	0,06	0,33	2,21	3,05	1,64	12,86
Lastniške	-0,04	0,28	0,50	0,59	-0,52	0,06
Dolžniške	0,09	0,06	1,70	2,46	2,16	12,79

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

6.2.1. Lastniške PTI

Do leta 2003, ko so bili na osnovi evropskega sporazuma tokovi kapitala z EU popolnoma liberalizirani, je bila ta oblika kapitalskih tokov v Sloveniji relativno malo pomembna. To in pa vstop Slovenije v EU so prispevali k temu, da se je tudi obseg tovrstnih tokov začel povečevati. Kot je razvidno iz Tabele 13, smo v obdobju 2004–2007 imeli stalno rast neto odliva kapitala iz lastniških PTI, ki se je v letih pred krizo stabiliziral na ravni okoli 2 % BDP, pri čemer je bil ta neto odliv predvsem posledica hitrejši rasti terjatev (lastniških PTI naših rezidentov v tujini).

Tudi v kriznih letih 2008 in 2009 je Slovenija ostala neto izvoznica kapitala iz lastniških PTI, vendar pa sta za ta neto izvoz značilni vsaj dve ključni razliki v

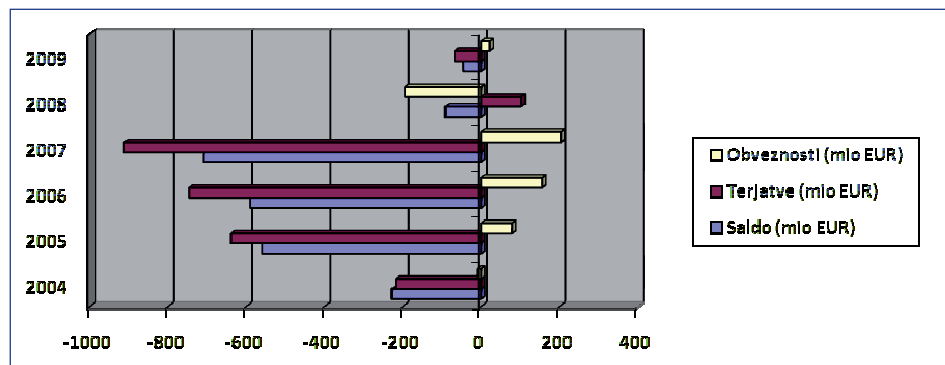
primerjavi z obdobjem 2004–2007. Prvič, obseg neto odliva se je močno zmanjšal. In drugič, do neto odliva je prišlo iz povsem drugih razlogov kot v predkriznem obdobju. Medtem ko je bil v obdobju 2004–2007 neto odliv predvsem posledica povečevanja terjatev (nakupa vrednostnih papirjev slovenskih rezidentov v tujini), je v zadnjih dveh letih neto odliv izključno posledica zmanjševanja obveznosti oziroma dejstva, da tuji rezidenti zmanjšujejo svoje lastniške PTI v Sloveniji. Slika 3 kaže spremembe, do katerih je zaradi krize prišlo tako v terjatvah kot v obveznosti iz lastniških PTI.

TABELA 13: Terjatve, obveznosti in saldo iz tokov lastniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo (mio EUR)	-228,5	-559,8	-589,6	-708,0	-91,6	-45,2
Terjatve	-218,7	-639,0	-746,0	-911,8	102,5	-67,3
Obveznosti	-9,8	79,2	156,4	203,8	-194,1	22,1
Saldo (% BDP)	-0,84	-1,95	-1,90	-2,05	-0,25	-0,13
Terjatve	-0,81	-2,22	-2,40	-2,64	0,27	-0,19
Obveznosti	-0,04	0,28	0,50	0,59	-0,52	0,06

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

SLIKA 3: Terjatve, obveznosti in saldo iz tokov lastniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR)



Vir: Tabela 13.

6.2.2. Dolžniške PTI

Podobno kot lastniške so tudi dolžniške PTI v obdobju 2004–2007 imele stalno rast neto odlivov. Kot je razvidno iz Tabele 14, se je neto odliv iz tega vira povečal od 409 mio EUR leta 2004, kar je bilo enako 1,5 % BDP, na 1.547 mio EUR oziroma 4,5 % BDP v letu 2007. Ob tem velja opozoriti, da je bil v letih 2004–2006 neto odliv dolžniških PTI predvsem posledica servisiranja obveznosti do tujine

zaradi v prejšnjih letih izdanih obveznic, v letu 2007 pa skoraj izključno zaradi instrumentov denarnega trga. V naslednjih dveh letih, ko je Slovenija postala velika neto uvoznica kapitala iz dolžniških PTI – leta 2009 v višini 4.670 mio EUR oziroma kar 13,2 % BDP – pa so bili ti prilivi predvsem rezultat zadolževanja države v obliki izdaje obveznic na mednarodnih finančnih trgih. To je bilo še posebej očitno leta 2009.

TABELA 14: Obseg neto tokov dolžniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (mio EUR)	-408,6	-753,5	-852,9	-1.547,3	663,8	4.669,8
Obveznice in zadolžnice	-426,4	-800,7	-813,6	-87,5	205,9	4.443,0
Instr. denarnega trga	17,8	47,1	-39,3	-1.459,9	457,9	226,8
Skupaj (% BDP)	-1,50	-2,62	-2,75	-4,48	1,79	13,20
Obveznice in zadolžnice	-1,57	-2,79	-2,62	-0,25	0,55	12,56
Instr. denarnega trga	0,07	0,16	-0,13	-4,22	1,23	0,64

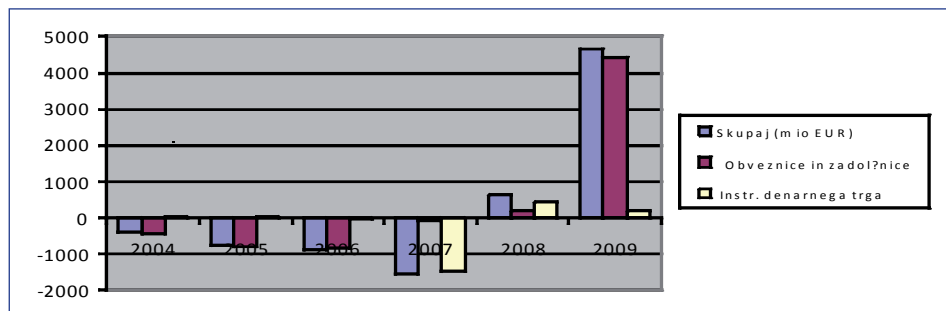
Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

Tabela 15 prikazuje strukturo terjatev in obveznosti iz dolžniških PTI. V obdobju 2004–2007 so terjatve domačih rezidentov iz dolžniških PTI postopoma naraščale, in to do najvišje točke v letu 2007, ko je ta postavka imela odliv kapitala v višini 2.399 mio EUR oziroma 6,9 % BDP. Leta 2008 se je tok terjatev drastično zmanjšal, tako da je leta 2009 prišlo celo do prilivov iz tega vira (dezinvestiranje). Na strani obveznosti pa seveda velja opozoriti na hitro rast obveznosti iz obveznic, ki so narasle z okoli 800 mio EUR letno (pod 2,5 % BDP) v letih 2007 in 2008 na kar 4.527 mio EUR leta 2009 (12,8 % BDP). Do kako dramatične spremembe v obveznosti rezidentov Republike Slovenije do tujine iz dolžniških PTI in posledično spremembe v neto poziciji države iz tega vira je prišlo v letu 2009, jasno kaže tudi Slika 4.

TABELA 15: Struktura terjatev in obveznosti iz tokov dolžniških PTI, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Terjatve (mio EUR)	-434,1	-770,4	-1.381,6	-2.398,9	-143,1	142,5
Obveznice in zadolžnice	-427,3	-764,3	-1.244,90	-939,1	-601,0	-84,3
Instr. Denarnega trga	-6,8	-6,2	-136,7	-1.459,9	457,9	226,8
Obveznosti (mio EUR)	25,5	16,9	528,7	851,6	806,9	4.527,3
Obveznice in zadolžnice	0,9	-36,4	431,3	851,6	806,9	4.527,3
Instr. Denarnega trga	24,6	53,3	97,4	-	-	-
Terjatve (% BDP)	-1,60	-2,68	-4,45	-6,94	-0,39	0,40
Obveznosti (% BDP)	0,09	0,06	1,70	2,46	2,17	12,79

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

SLIKA 4: Neto tokovi dolžniških PTI (skupaj, obveznice in zadolžnice, instrumenti denarnega trga), 2004–2009 (v mio EUR)

Vir: Tabela 14.

6.3 OSTALE NALOŽBE: POSOJILA IN KOMERCIALNI KREDITI

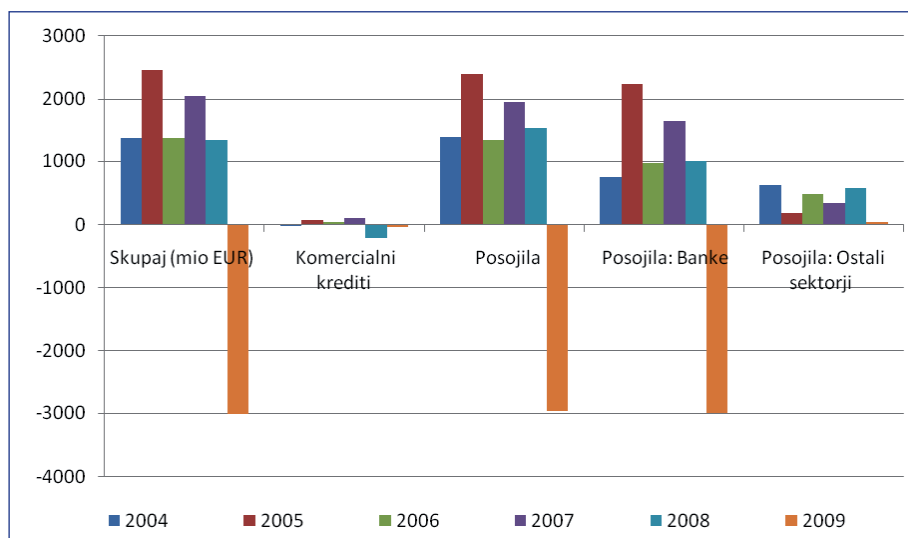
Tabela 16 in Slika 5 prikazujeta neto tokove kapitala Slovenije iz ostalih naložb. Med ostale naložbe se uvrščajo komercialni krediti in posojila (bankam oziroma bank, ostalim sektorjem in državnemu sektorju), gotovina in vloge ter ostale terjatve in obveznosti. Kot je razvidno, je naša država iz posojil in komercialnih kreditov v obdobju 2004–2007 imela znaten neto priliv tujega kapitala; ta je znašal med 4,4 % in 8,6 % BDP. Kriza je na ta segment kapitalskih tokov močno vplivala. Že v letu 2008 se je neto priliv zmanjšal na 3,7 % BDP, medtem ko smo imeli v letu 2009 že izrazito velik neto odliv posojil in kreditov v višini 8,5 % BDP.

TABELA 16: Obseg neto tokov iz posojil in komercialnih kreditov, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (mio EUR)	1366,6	2457,2	1366,5	2045,8	1.328,7	-3.012,3
Komercialni krediti	-23,5	65,6	36,1	99,8	-215,3	-42,0
Posojila; od tega	1.390,1	2.391,6	1.330,4	1.946,0	1.544,0	-2.970,3
Banke	756,0	2.230,7	966,5	1.647,8	996,4	-2.993,3
Ostali sektorji	629,5	187,7	478,8	341,0	576,4	44,6
Skupaj (% BDP)	5,03	8,55	4,40	5,92	3,65	-8,51
Komercialni krediti	-0,09	0,23	0,12	0,29	-0,58	-0,12
Posojila; od tega	5,12	8,32	4,28	5,63	4,14	-8,39
Banke	2,78	7,76	3,11	4,77	2,67	-8,46
Ostali sektorji	2,32	0,65	1,54	0,99	1,55	0,13

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

SLIKA 5: Neto tokovi kapitala iz posojil in komercialnih kreditov, 2004–2009 (v mio EUR)



Vir: Tabela 16.

Kot je razvidno iz zgornje tabele in slike, so določujoči dejavnik celotnih neto tokov kapitala iz ostalih naložb posojila, v tem okviru še posebej posojila bank. Medtem ko smo še v letu 2007 imeli neto priliv kapitala iz bančnih posojil v višini 1.648 mio EUR oziroma 4,8 % BDP, se je že v letu 2008 neto priliv več kot prepopolvil, saj je znašal zgolj 996 mio EUR oziroma 2,7 % BDP. Leta 2009 pa smo že imeli velik neto odliv iz tega vira. Njegova višina je znašala kar 2.993 mio EUR, kar je blizu 8,5 % BDP v tem letu.

Dodatne informacije o tokovih kapitala iz ostalih naložb daje Tabela 17, ki prikazuje bruto tokove. Tudi ta tabela potrjuje dejstvo, da so v slovenski plačilni bilanci ključna postavka v skupini ostalih naložb posojila bank. Medtem ko so leta 2007, to je v zadnjem letu pred krizo, banke povečale svoje obveznosti do tujine za kar 3.335 mio EUR, kar je bilo enako približno 10 % BDP, so se jim leta 2009 obveznosti zmanjšale za 2.963 mio EUR – kar pomeni neto odliv kapitala v tujino – oziroma za 8,4 % BDP. Številke potrjujejo dejstvo, da slovenske banke v času krize zaradi zaostrenih razmer na mednarodnih finančnih trgih niso uspele refinancirati svojih obveznosti do tujine v želenem obsegu, kar je posledično seveda pomenilo zmanjšanje njihovih obveznosti. Iz Tabele 17 je razvidno tudi močno povečanje obveznosti Banke Slovenije na osnovi gotovine in vlog v letu 2007. Terjatve pri gotovini in vlogah so se povečale za 2.454 mio EUR, kar pomeni odliv kapitala v tem znesku. V istem letu je prišlo tudi do velikega povečanja obveznosti Banke Slovenije na osnovi vlog, torej do priliva kapitala, in sicer v višini 3.545 mio EUR.

TABELA 17: Struktura terjatev in obveznosti iz tokov ostalih naložb, 2004–2009
(v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Terjatve (mio EUR)	-1.307,5	-1.458,8	-1.939,2	-4.741,2	-427,2	-273,5
Komercialni krediti	-237,2	-225,7	-442,4	-399,6	-142,3	417,2
Posojila	-281,0	-339,8	-733,2	-1.895,1	-324,6	-29,0
Banke	-205,3	-234,6	-476,1	-1.706,7	-231,4	-30,4
Ostali sektorji	-75,6	-105,2	-257,1	-188,4	-93,2	1,4
Gotovina in vloge	-720,4	-871,8	-743,0	-2.453,7	35,4	-586,6
Ostale terjatve	-69,1	-21,5	-20,6	7,2	4,3	-75,1
Obveznosti (mio EUR)	2.252,5	4.098,3	3.510,1	9.053,9	1.977,9	-3.747,3
Komercialni krediti	213,7	291,3	478,5	499,4	-73,0	-459,2
Posojila	1.671,1	2.731,4	2063,6	3.841,1	1.868,6	-2.941,3
Banka Slovenije	-	-	-	-	-	-
Državni sektor	4,7	-26,8	-115,0	-42,8	-28,8	-21,6
Banke	961,3	2.465,3	1.442,6	3.354,5	1.227,8	-2.962,9
Ostali sektorji	705,1	292,9	735,9	529,4	669,6	43,2
Vloge	335,1	1.052,6	998,2	4.726,7	189,8	-318,0
Banka Slovenije	98,9	1,7	7,0	3.544,6	43,1	-243,5
Banke	236,3	1.050,9	991,2	1.182,1	146,8	-74,6
Ostale obveznosti	32,5	23,0	-30,3	-13,2	-7,5	-28,7
Terjatve (% BDP)	-4,81	-5,07	-6,24	-13,72	-1,15	-0,77
Obveznosti (% BDP)	8,29	14,25	11,30	26,19	5,30	-10,59

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

6.4 SKUPEN OBSEG NETO KAPITALSKIH TOKOV

Tabela 18 prikazuje strukturo neto kapitalskih tokov med Slovenijo in tujino v obdobju 2004–2009. Iz tabele je razvidno, da je v letu 2007, torej v prvem letu po prevzemu evra in v letu najvišje gospodarske rasti, Slovenija imela neto priliv kapitala v višini 1.847 mio EUR oziroma 5,3 % BDP. Že dve leti kasneje, torej v letu 2009, ki je tudi prvo celotno leto finančne krize, so se razmere povsem spremenile, saj je bil neto uvoz kapitala v tem letu le 65 mio EUR oziroma 0,2 % BDP.

Struktura kapitalskih tokov v letu 2007 kaže, da je v tem letu prišlo do znatnih neto odlivov iz NTI (zaradi skoraj podvojenih izhodnih investicij v primerjavi s prejšnjim letom) ter PTI (zaradi kupovanja tujih obveznic in delnic). Primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance skupaj z neto odlivi kapitala iz NTI in PTI so bili v tem letu v celoti financirani z zelo velikim prilivom kapitala iz ostalih naložb, predvsem v obliki bančnega zadolževanja.

TABELA 18: Obseg in struktura skupnih neto tokov kapitala, 2004–2009 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (mio EUR)	532,0	1.283,2	-45,3	1.847,2	2.503,7	64,7
NTI	224,2	-43,0	-173,7	-210,2	380,8	-539,1
Lastniške PTI	-228,5	-559,8	-589,6	-708,0	-91,6	-45,2
Dolžniške PTI	-408,6	-753,5	-852,9	-1.547,3	663,8	4.669,8
Ostale naložbe*	944,9	2.639,5	1.570,9	4.312,7	1.550,7	-4.020,8
Skupaj (% BDP)	1,96	4,46	-0,15	5,34	6,71	0,18
NTI	0,83	-0,15	-0,56	-0,61	1,02	-1,52
Lastniške PTI	-0,84	-1,95	-1,90	-2,05	-0,25	-0,13
Dolžniške PTI	-1,50	-2,62	-2,75	-4,48	1,78	13,20
Ostale naložbe*	3,48	9,18	5,06	12,48	4,16	11,36

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

* Kategorija ostale naložbe je seštevke štirih skupin naložb, in sicer komercialnih kreditov, posojil (vključujejo banke, ostale sektorje in državni sektor), gotovine in vlog ter ostalih terjatev in obveznosti.

V naslednjem letu, v katerem je primanjkljaj tekočega računa sicer še narasel, pa se je njegova struktura financiranja močno spremenila. Apetiti slovenskih rezidentov po investiranju v tujino so se v krizi dramatično zmanjšali, kar velja tako za NTI kot za PTI, tako da je v letu 2008 v teh dveh vrstah kapitalskih tokov država prvič v zadnjih nekaj letih imela neto priliv kapitala. Tudi v tem letu pa je bilo zadolževanje bank daleč najpomembnejši posamezni vir kapitala za financiranje primanjkljaja na tekočem računu.

Kot rečeno, Slovenija je imela v letu 2009 minimalen neto priliv kapitala v višini 65 mio EUR. Zaradi skoraj prekinjenega priliva NTI smo ponovno imeli neto odliv iz NTI. Do najbolj dramatičnih sprememb pa je prišlo pri ostalih investicijah in dolžniških PTI. Iz prvih, torej ostalih investicij, je država v letu 2009 imela neto odliv v višini 4.021 mio EUR oziroma 11,4 % BDP (leta 2008 še vedno neto priliv v višini 1.551 mio EUR). Upad prilivov v obliki bančnih posojil je država nadomestila z neto zadolževanjem v obliki izdaje obveznic, leta 2008 v višini 664 mio EUR, leta 2009 pa kar v višini 4.670 mio EUR.

Če pogledamo Tabelo 19, ki prikazuje bruto prilive kapitala v Slovenijo, lahko te razdelimo na dve obdobji. Prvo je obdobje 2004–2007, torej obdobje visoke konjunktore, ko se je bruto priliv kapitala povečeval tako v nominalnih zneskih (od 2.933 mio EUR leta 2004 na 11.216 mio EUR leta 2007) kakor tudi izraženo z deležem v BDP (od 10,8 % leta 2004 na kar 32,5 % leta 2007). Drugačno pa je seveda obdobje finančne krize oziroma leti 2008 in 2009. V teh dveh letih je prišlo do dramatičnega padca bruto prilivov kapitala, saj so ti leta 2008 znašali 4.533 mio EUR, leta 2009 pa so padli na vsega 383 mio EUR. Te dramatične spremembe v obsegu bruto prilivov kapitala so spremljale tudi spremembe v njegovi strukturi. Kot je razvidno iz Tabele 19, v bruto prilivih kapitala prevladujejo dolžniške

oblike kapitala, torej obveznosti iz ostalih naložb in dolžniških PTI. Ti dve kategoriji prilivov nista bili nikoli od leta 2004 dalje udeleženi v skupnem prilivu kapitala z manj kot 70 %, v kriznem letu 2009 pa so glavno mesto prevzele dolžniške PTI, pri ostalih naložbah pa je prišlo do zelo velikega vračanja teh naložb oziroma posojil.

TABELA 19: Obseg in struktura bruto prilivov kapitala (obveznosti), 2004–2009
(v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (mio EUR)	2.933,4	4.666,8	4.708,4	11.215,7	4.533,00	383,4
NTI	665,2	472,5	513,3	1.106,4	1.329,5	-418,6
PTI	15,7	96,0	685,0	1.055,4	612,8	4.549,3
Lastniške	-9,8	79,2	156,4	203,8	-194,1	22,1
Dolžniške	25,5	16,9	528,7	851,6	806,9	4.527,3
Ostale naložbe	2.252,5	4.098,3	3.510,1	9.053,9	1.977,9	-3.747,3
Skupaj (v %)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
NTI	22,7	10,1	10,9	9,9	29,3	-8,5
PTI	0,5	2,1	14,5	9,4	13,5	92,2
Lastniške	-0,3	1,7	3,3	1,8	-4,3	0,4
Dolžniške	0,8	0,4	11,2	7,6	17,8	91,8
Ostale naložbe	76,8	87,8	74,6	80,7	43,6	-76,0

Vir: Banka Slovenije (2010a); UMAR (2010).

V strukturi dolžniških virov kapitala je torej v zadnjih dveh letih prišlo do dramatičnih sprememb. Medtem ko so v obdobju do leta 2007 prevladovalе obveznosti iz ostalih naložb, pri katerih so bila ključna posojila bankam, je bila zaradi izbruha krize in prekinitve njihovega financiranja bank (banke so zmanjševale svoje obveznosti do tujine) ta oblika zadolževanja zamenjana z zadolževanjem države v obliki izdajanja obveznic. To seveda pomeni, da prihaja do pomembne spremembe z vidika tveganj za posamezne institucionalne sektorje, saj se namesto bank vse bolj zadolžuje država. To bi bilo mogoče oceniti kot prehod v novo fazo sedanje krize, v kateri se podobno kot v številnih državah dolžniška kriza seli iz zasebnega sektorja v sektor države.

Dogajanja v letu 2009 kažejo, da se močno povečuje problem t. i. državnega tveganja (*sovereign risk*) oziroma da mednarodni finančni trgi postajajo vse bolj pozorni na problematiko državnih dolžnikov. Trend povečane občutljivosti bonitetnih agencij ter prek njih mednarodnih finančnih trgov na države s problematičnimi plačilnobilančnimi in fiskalnimi performansami se je začel z Islandijo, se nadaljeval z Madžarsko, baltskimi in nekaterimi drugimi tranzicijskimi državami ter dosegel novo razsežnost s problemi evroobmočja, zlasti Grčije ter potencialno še nekaterih drugih držav.

Povečana občutljivost mednarodnih finančnih trgov na državne dolžnike, kar se v primeru držav z evrom kaže pri diferenciaciji pribitkov, ki jih morajo države z evrom plačevati za svoje vrednostne papirje, je zelo pomembna tudi za našo državo. Zaradi prizadetosti s krizo in dolgoročnih fiskalnih obremenitev, povezanih s hitrim staranjem prebivalstva, Slovenija nima druge možnosti kot pristopiti k drastičnemu fiskalnemu prilagajanju, če želi svoje javne finance vrniti na dolgoročno vzdržen položaj. Če tega ne bo storila, je realno pričakovati, da bo že v nekaj mesecih ali najkasneje v letu dni prišlo do začetka poslabševanja bonitete države z vsemi negativnimi posledicami, ki jih to prinaša.

Izrazito veliko odvisnost Slovenije od dolžniških tokov kapitala, ki jo je mogoče razbrati iz zgornjih plačilnobilančnih podatkov, potrjujejo tudi podatki o skupnih obveznostih Slovenije iz različnih kapitalskih tokov. Kot je razvidno iz Tabele 20, je imela Slovenija konec leta 2008 za 46,5 mlrd EUR obveznosti do tujine. Od tega je bilo za kar 34,4 mlrd EUR obveznosti – kar je enako 74 % vseh obveznosti – iz dolžniških instrumentov (30,4 mlrd EUR iz ostalih naložb in 4,0 mlrd EUR iz dolžniških PTI). Podatki za leto 2009 kažejo, da se delež dolžniških instrumentov v strukturi celotnih obveznosti še povečuje, namreč na 76 %, pri čemer pa se zaradi zgoraj omenjenih trendov povečuje delež dolžniških PTI (z 8,6 % leta 2008 na 18,3 % leta 2009), nižja pa delež ostalih naložb (s 65,5 % leta 2008 na 57,8 % leta 2009).

TABELA 20: Stanje obveznosti iz mednarodnih naložb, 2004–2008 (v mio EUR in kot % BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Skupaj (mio EUR)	20.002	25.522	30.428	41.991*	46.478*	47.558*
NTI	5.580	6.134	6.822	9.765	11.236	10.500
PTI	2.320	2.398	3.137	4.550	4.591	9.353
Lastniške	211	307	657	1.359	599	642
Dolžniške	2.109	2.091	2.480	3.191	3.992	8.711
Ostale naložbe	12.102	16.991	20.468	27.600	30.423	27.500
Skupaj (v %)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
NTI	27,9	24,0	22,4	23,3	24,2	22,1
PTI	11,6	9,4	10,3	10,8	9,9	19,7
Lastniške	1,1	1,2	2,2	3,2	1,3	1,3
Dolžniške	10,5	8,2	8,1	7,6	8,6	18,3
Ostale naložbe	60,5	66,6	67,3	65,7	65,5	57,8

Vir: Banka Slovenije (2010b); UMAR (2010).

* Številka vključuje še finančne derivative: 76 mio EUR leta 2007, 228 mio EUR leta 2008 in 204 mio EUR leta 2009.

6.5 PRIMERJAVA LASTNIŠKIH OBLIK PRILIVOV KAPITALA V SLOVENIJO IN DRŽAVE EU

Dejstvo, da Slovenija zelo malo izrablja lastniške oblike prilivov kapitala, potrjujejo tudi mednarodne primerjave. Iz Tabele 21 je tako razvidno, da je Slovenija med tistimi državami EU, ki imajo najnižje deleže stanja vhodnih NTI v BDP. Med članicami EU so imele leta 2009 nižji delež le Grčija, Italija, Nemčija in Litva.

TABELA 21: Stanje vhodnih NTI kot delež v BDP v državah EU, 1995, 2000, 2005, 2006, 2007 in 2008 (v %)

	2000	2005	2006	2007	2008
Svet	18,1	22,7	24,8	27,9	24,5
EU-25/27*	25,6	33,5	38,0	40,9	35,1
Avstrija	16,3	20,0	24,2	34,0	33,7
Belgija in Luksemburg	77,4				
Belgija		132,3	153,2	165,2	102,9
Bolgarija	21,5			92,3	92,2
Ciper	32,0	52,7	56,0	86,5	83,4
Češka	38,2	48,1	54,8	57,7	52,7
Danska	28,7	39,1	50,3	47,1	44,1
Estonija	47,0	93,6	77,2	78,0	68,8
Finska	19,9	27,3	30,5	34,8	32,2
Francija	19,5	28,5	35,0	40,1	34,7
Nemčija	14,3	18,0	17,4	19,0	19,2
Grčija	11,2	13,2	15,1	16,9	10,3
Madžarska	47,7	55,9	73,0	70,5	41,4
Irska	131,9	105,7	81,2	73,6	63,7
Italija	11,0	12,4	15,9	17,3	14,9
Luksemburg		203,0	176,1	60,2	158,9
Latvija	26,6	28,7	37,5	38,6	33,9
Litva	20,4	25,1	36,7	38,3	27,2
Malta	58,1	77,3	92,1	100,7	108,4
Nizozemska	63,3	74,1	68,2	87,9	74,0
Poljska	20,0	31,1	30,6	33,8	30,7
Portugalska	28,4	35,2	43,9	51,2	41,0
Romunija	18,8			36,7	36,7
Slovaška	23,3	32,8	55,0	53,6	48,4
Slovenija	14,8	21,7	22,0	27,7	29,6
Španija	26,9	32,6	36,2	37,4	39,6
Švedska	38,3	47,8	56,8	56,0	52,9
Velika Britanija	30,4	37,1	47,8	48,6	36,9

Vir: UNCTAD (2001, 2006, 2007, 2008a in 2009; za EU); www.bsi.si (za Slovenijo).

* EU-25 za leto 2000, 2005 in 2006 ter EU-27 za leto 2007 in 2008.

TABELA 22: Lastniške in dolžniške PTI v državah EU, 2007 (v mio EUR): vrednost, razmerje med lastniškimi in dolžniškimi PTI ter njihov delež v BDP

	Skupaj PTI	Lastniške PTI	Dolžniške PTI	Lastniške/ Skupaj PTI (v %)	Skupaj PTI/BDP (v %)	Lastniške PTI/BDP (v %)
Avstrija	405.953	73.316	332.633	18,1	97,9	17,7
Belgija	416.230	141.953	274.278	34,1	82,2	28,0
Bolgarija	4.117	1.439	2.559	35,0	8,2	2,9
Ciper	27.684	11.518	16.099	41,6	111,1	46,2
Češka	27.052	12.199	14.223	45,1	12,5	5,6
Danska	245.370	72.295	173.075	29,5	72,2	21,3
Estonija	4.977	2.364	2.549	47,5	21,1	10,0
Finska	332.248	212.666	119.560	64,0	122,2	78,2
Francija	2.410.675	959.538	1.450.713	39,8	84,1	33,5
Nemčija	3.224.589	992.006	2.232.118	30,8	87,8	27,0
Grčija	309.862	70.428	239.278	22,7	86,7	19,7
Madžarska	68.687	19.177	49.453	27,9	44,0	12,3
Irska	1.223.134	422.311	800.810	34,5	457,1	157,8
Italija	1.541.863	354.558	1.187.306	23,0	66,6	15,3
Latvija	1.505	240	1.242	16,0	4,4	0,7
Litva	5.752	854	4.514	14,8	12,2	1,8
Luksemburg	2.142.624	1.720.627	421.996	80,3	3897,6	3129,9
Malta	2.041	1.380	639	67,6	24,4	16,5
Nizozemska	1.681.987	414.929	1.267.058	24,7	191,8	47,3
Poljska	90.602	28.860	61.742	31,9	17,2	5,5
Portugalska	236.928	75.549	161.158	31,9	96,8	30,9
Romunija	8.624	3.210	5.080	37,2	4,3	1,6
Slovaška	8.203	315	7.584	3,8	8,6	0,3
Slovenija	5.624	913	4.598	16,2	10,3	1,7
Španija	1.356.726	311.813	1.044.865	23,0	84,7	19,5
Švedska	479.625	183.948	295.608	38,4	100,1	38,4
Velika Britanija	3.660.166	1.656.850	2.003.316	45,3	136,6	61,8
Skupaj	19.922.846	7.745.258	12.174.054	38,9	108,3	42,1

Vir: International Monetary Fund, <http://www.imf.org>.

7 KAPITALSKI TOKOVI SLOVENIJE S TUJINO Z VIDIKA FINANCIRANJA PODJETIJ

V nadaljevanju prehajamo na podjetniški vidik kapitalskih tokov Slovenije s tujino. Razvili bomo argument, da je v Sloveniji treba ustvariti razmere, ki bodo podjetjem omogočale izbiro med različnimi načini financiranja. Slovenska podjetja se ne bi smela odpovedovati dinamičnemu razvoju in investicijskim priložnostim za širitev doma ter v tujini samo zato, ker nimajo ustreznih možnosti za financiranje tovrstnih projektov prek domačih bank. Tudi domače možnosti lastniškega financiranja so trenutno zelo omejene, zato gre predvsem za vprašanje, kako pritegniti zadosten obseg trajnih lastniških virov financiranja iz tujine.

7.1 PTI IN NTI V RAZLIČNIH OBLIKAH FINANCIRANJA PODJETIJ

PTI so definirane z vidika države prejemnice sredstev in vključujejo naložbe tujcev v različne finančne instrumente, s katerimi se trguje na finančnih trgih – obveznice, delnice in instrumenti denarnega trga, ki jih izdajajo domača država, banke ter druge finančne institucije in podjetja. Z vidika tega prispevka nas zanimajo predvsem podjetniške PTI, in sicer še posebej tiste, ki so v obliki nakupa delnic domačih podjetij s strani tujcev. PTI so v teoriji pogosto sodefniirane z opredelitvijo razlik do NTI, ki so kategorija mednarodnega investiranja, v kateri rezidenčna enota iz enega gospodarstva pridobi trajen interes v podjetju, ki je rezident drugega gospodarstva. Trajen interes pomeni obstoj dolgoročne povezanosti med neposrednim investitorjem in podjetjem ter pomembno stopnjo vpliva investitorja na upravljanje podjetja. Kriterij, ki se pri tem uporablja, je, da se NTI vzpostavi, ko ima rezident iz enega gospodarstva 10% ali večji lastniški delež podjetja v drugem gospodarstvu. Vse nadaljnje transakcije med povezanimi podjetji so NTI-transakcije. Poleg mnogih statističnih problemov statističnega zbiranja podatkov za NTI in PTI je tu še problem 10 % razmejitvene črte med NTI in PTI. Ta pogosto ne izraža dejanskega stanja; vsebinsko gre lahko za NTI že pri manj kot 10% lastniškem deležu ali za PTI pri več kot 10% lastniškem deležu.

Profitno motivirana podjetja se načeloma odločajo za vse tiste investicijske projekte, ki so bolj donosni od stroška kapitala, ki ga dobimo kot tehtano povprečje stroškov lastniškega in dolžniškega financiranja (*weighted average cost of capital* – WACC). Stroški kapitala so torej v veliki meri odvisni od strukture financiranja oziroma od razmerja med lastniškimi in dolžniškimi viri. Optimalna struktura je tista, pri kateri podjetje doseže minimalne stroške kapitala.

Optimalna struktura financiranja oziroma optimalna zadolženost podjetja je v veliki meri odvisna od izpostavljenosti podjetja do ostalih tveganj. Če so ostala tveganja majhna, si lahko podjetje privošči več tveganj iz financiranja in obratno. S povečevanjem deleža dolga se namreč povečujejo finančna tveganja podjetja, ki so vezana na plačilo fiksno opredeljenih obresti in vračilo glavnice dolga. Lastniški viri so za podjetje trajni in načeloma dražji od dolžniških, saj investitorji v delnice prevzemajo večja tveganja kot investitorji v obveznice ter banke pri bančnih posojilih. Donosi pri dolžniškem financiranju so namreč fiksno določeni in imajo prednost pred rezidualnimi donosi na lastniško financiranje, ki so v veliki meri odvisni od uspešnosti poslovanja. S tem ko postaja podjetje bolj tvegano zaradi financiranja z dolgovi, tako upniki kot lastniki podjetja zahtevajo višjo donosnost in zato je mogoče s povečevanjem zadolžitve zniževati povprečne stroške kapitala samo do določene meje, do točke optimalne zadolžitve.

Velika razlika med lastniškimi in dolžniškimi viri z vidika podjetja je tudi v ročnosti: pri dolžniških virih običajno obstaja rok zapadlosti, lastniški viri pa so trajni. Pri lastniških virih lahko pride investitor do likvidnih sredstev samo s prodajo svojih delnic ali deležev v podjetju, pri dolžniških virih pa mora počakati do zapadlosti. V primeru javnih delniških družb, ki kotirajo na borzi, imajo tako imetniki delnic kot obveznic dodatno možnost, da vsak dan pridobijo likvidna sredstva s prodajo vrednostnih papirjev na trgu. Podjetjem kotacija delnic na trgu razširi možnosti lastniškega financiranja na številne raznovrstne portfeljske investitorje, obstoječi lastniki pa so izpostavljeni možnosti izgube kontrole nad podjetjem. Kotacija obveznic na trgu velikim podjetjem zmanjšuje odvisnost od financiranja s strani bank. Kotacija delnic ali obveznic na trgu kapitala za podjetja, ki postanejo javne delniške družbe, pomeni tudi mnogo višje standarde transparentnosti poslovanja, s tem dodatne stroške, pa tudi dnevno ocenjevanje uspešnosti poslovanja in tveganosti s strani investitorjev na kapitalskem trgu.

Razvoj finančnega sektorja – tako z vidika strukture kot obsega – za podjetja preprosto pomeni, da se strošek kapitala zniža in s tem postanejo ekonomsko upravičeni dodatni projekti, odprejo se nove priložnosti za rast ter razvoj. Stroški kapitala se pri tem lahko znižajo zaradi izboljšanja strukture financiranja ali pa cenejših posameznih virov financiranja. Razvit finančni trg tudi pomembno prispeva k temu, da sredstva pridobijo vsi tisti in samo tisti projekti ter podjetja, ki izpolnjujejo ta ekonomski kriterij.

Mednarodna finančna integracija ima na mikroravni podjetja podoben učinek kot razvoj domačih finančnih trgov, saj se pojavijo dodatne možnosti za lastniško in dolžniško financiranje pod ugodnimi pogoji iz tujine, kar znižuje stroške kapitala. Na makroravni pa je nekoliko drugače. Številne študije kažejo, da razvoj domačega finančnega trga nedvomno pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Finančna integracija pa vpliva pozitivno na gospodarsko rast le, če jo spremlja ustrezen razvoj domačega finančnega trga, ki je ključen z vidika sposobnosti absorbiranja prilivov kapitala iz tujine in njihove ustrezne alokacije (Masten 2010). Pretekle izkušnje kažejo, da veliki prilivi kapitala (v obsegu 10 % BDP ali več), kot se je zgodilo z

nekaterimi porajajočimi se trgi pred zadnjo krizo, potisnejo cene obstoječih naložb navzgor in morda sploh ne vodijo v ustvarjanje novih sredstev (BIS 2009: 131–3). Pri finančni integraciji in financiranju iz tujine postane na makroravni pomembno tudi, kako so tveganja poslovanja porazdeljena med rezidenti in nerezidenti. To je odvisno predvsem od tega, za kateri tip investorjev iz tujine gre: banke, portfeljski investitorji v obveznice, portfeljski investitorji v delnice ali strateški investitorji, in kdo je doma neposredni prejemnik sredstev: država, banke ali podjetja.

Podjetja lahko dolgoročne projekte načeloma financirajo z notranjimi viri iz lastnega poslovanja, kot so amortizacija in zadržani dobički, ali pa z zunanjimi viri: z dokapitalizacijo s strani obstoječih lastnikov, posojili, angažiranjem portfeljskih investitorjev – v obliki prodaje obveznic ali delnic ali pa z različnimi povezavami z novim strateškim investitorjem (NTI v obliki skupne naložbe, vstopa strateškega investitorja v podjetje z nakupom novoizdanih delnic). Pri tem so viri financiranja domači ali tuji. Pri visoki stopnji mednarodne finančne integracije in pri omejenosti domačih virov v hitro rastočih državah je logično, da je velik del teh virov na koncu tujega izvora, kar pa z vidika podjetja ne bi smelo pomeniti razlike.⁵ Pogodbena razmerja med rezidenti in nerezidenti pri različnih oblikah podjetniškega financiranja iz tujine se razlikujejo na naslednji način:

NTI vključujejo kapitalska in neopredmetena sredstva. Investitor ima kontrolo nad podružnico, ki jo je vzpostavil v tujini, in ima koristi od svoje investicije tudi posredno prek sinergij s povečanjem prodaje, zmanjšanjem stroškov proizvodnje, povečanjem učinkovitosti proizvodnje v skupini kot celoti. Tveganje poslovanja svojega podjetja v državi prejemnici nosi tuji investitor.

PTI je nakup vrednostnih papirjev, delnic ali obveznic podjetja izdajatelja. PTI posredujejo finančni trgi in torej zahtevajo obstoj zadosti likvidnega primarnega ter sekundarnega kapitalskega trga, domačega ali mednarodnega. Z vidika države prejemnice oziroma podjetja izdajatelja vrednostnega papirja lastniška PTI (nakup delnice) ne pomeni izgube kontrole nad lastništvom tega podjetja. PTI je čista finančna transakcija, ki je ne spremlja transfer neopredmetenih sredstev ali upravljalskih znanj. Primarna motivacija portfeljskih investitorjev je iskanje donosa in zmanjšanje tveganja z diverzifikacijo portfelja. Investitor pričakuje dobiček v obliki dividend in kapitalskih dobičkov, po drugi strani pa deli tveganje poslovanja posameznega podjetja, kot tudi nosi tveganja spremenjenih splošnih razmer na finančnih trgih. Pri obveznicah (dolžniške PTI) je donos fiksni in znan vnaprej, ročnost pa je načeloma določena s trajanjem obveznice. Vendar pa je obveznico mogoče prodati tudi prej, pri čemer je spet pomembno tveganje, ki ga predstavljajo posojilojemalec (izdajatelj obveznice) in gibanje obrestnih mer na finančnih trgih.

⁵ Pri vstopu strateškega partnerja ali portfeljskega investitorja je načeloma jasno, ali gre za financiranje iz domačih ali tujih virov, drugače pa je pri posojilih. Če podjetje najame posojilo pri domači banki, je to zanj domači vir financiranja ne glede na to, da je banka verjetno večji del sredstev, ki jih posoja podjetju, sama pridobila s tujim posojilom.

Bančno posojilo je pogodba vnaprej določenega trajanja med posojilodajalcem in posojilojemalcem. Posojilojemalec do izteka pogodbe dobiva obresti in glavnico v skladu z vnaprej določenimi pogoji. Tok plačil je določen v pogodbi in se ne spreminja s plačilno sposobnostjo dolžnika; tu ni nikakršne delitve tveganja (UNCTAD 1999a: 7–8).

TABELA 23: Različni tuji viri financiranja z vidika podjetja prejemnika sredstev

	NTI	Lastniške PTI	Dolžniške PTI (glej BIS 2009)	Posojila/ kredit
Način vračila osnovnega vloška	Trajen vir financiranja	Trajen vir financiranja	Dolgoročni vir financiranja	Dolgoročni ali kratkoročni vir financiranja
Nosilec tveganja uspešnosti poslovanja	Tuji investitor	Tuji investitor	Podjetje	Podjetje
Vpliv financerja/ investitorja na upravljanje podjetja	Odločilen	Posreden, prek gibanja cen vrednostnega papirja	Posreden, prek gibanja cen vrednostnega papirja	Izjemoma, v primeru posebnih določb v pogodbi
Investitor prinaša tudi druge nosilce konkurenčnosti (oprema, trgi, znanje itd.)	Da	Ne	Ne	Ne
Značilnosti podjetja prejemnika sredstev	Ni pravila, privlačnost za tujega investitorja	Predvsem večja podjetja, visoka transparentnost poslovanja	Predvsem večja podjetja, visoka transparentnost poslovanja	Normalno poslovanje, izkazuje sposobnost vračila

V Tabeli 23 sumarno predstavljamo osnovne značilnosti različnih tujih virov financiranja z vidika podjetja prejemnika sredstev glede na: (i) način vračila sredstev, (ii) nosilca tveganja poslovanja, (iii) vpliv financerja oziroma investitorja na upravljanje podjetja, (iv) dejstvo, ali financer oziroma investitor prinaša tudi druge nosilce konkurenčnih prednosti, (v) značilnosti podjetja prejemnika sredstev. Tabela 23 ponuja naslednja sporočila:

Najem posojila zagotavlja potrebna sredstva, ne da bi se pred podjetje postavljale dodatne zahteve v smislu transparentnosti poslovanja. Kreditne pogodbe sicer večkrat vsebujejo tudi dodatne zahteve glede poslovanja, upravljanja in poročanja podjetja banki, vendar so te zaveze zaupne. Seveda pa podjetje v primeru

posojila v celoti samo nosi tveganje vračila glavnice in plačila obresti, če projekt, ki ga je s posojilom financiralo, ne bo uspešen.

Financiranje s pomočjo pritegnitve portfeljskih investorjev – izdaja obveznic ali dokapitalizacija z izdajo novih delnic – pomeni za podjetje precejšnjo zaostri-tev glede transparentnosti poslovanja in sprotnega obveščanja investorjev. Koc-tacija delnic ali obveznic na borzi pomeni, da je podjetje pod stalnim nadzorom kapitalskega trga in zato seveda pod večjim pritiskom. Vsaka sprememba v kre-ditni boniteti ali uspešnosti poslovanja podjetja se takoj odrazi na ceni vredno-stnega papirja in vpliva na možnosti dodatnega financiranja prek trga. Odločitev za financiranje s portfeljskimi investitorji pomeni, da se podjetje odpre delovanju kapitalskega trga in najširši investicijski javnosti.

Pri PTI je treba razlikovati med obveznicami kot dolžniškim in delnicami kot lastniškim vrednostnim papirjem. Obveznice so povsem podobne bančnemu posojilu in predvsem za velika podjetja pomenijo dodatno možnost dolžniškega financiranja ter manjšo odvisnost od bank. Ta prednost se je pokazala kot po-membna predvsem v sedanji krizi, ki je povzročila velike omejitve pri bančnem financiranju podjetij zaradi toksičnih naložb bank, izdaja podjetniških obveznic pa je na globalni ravni v tem obdobju dosegla zgodovinsko rekorden obseg. Pri prodaji novih delnic portfeljskim investitorjem podjetje pridobi trajne vire finan-ciranja in tveganje poslovanja podjetja se deloma prenese na nove lastnike, pride pa tudi do zmanjšanja kontrole obstoječih delničarjev nad podjetjem, vendar pra-viloma kontrolna skupina delničarjev ostane nespremenjena.

Tudi vstop strateškega investitorja v podjetje prek prevzema, dokapitalizacije ali z ustanovitvijo skupnega podjetja zagotavlja prenos tveganja poslovanja na la-stnike, vendar obenem prinaša še dve drugi komponenti. Prva je določena stopnja kontrole podjetja s strani strateškega investitorja (odvisna je od njegovega deleža v kapitalu, vendar je načeloma kontrolna), kar seveda pomeni omejevanje dose-danjih lastnikov pri neodvisnosti odločanja. Druga pa je ta, da strateški investitor načeloma prinaša še celo vrsto drugih razvojnih komponent – tehnologijo, nove izdelke, znanja, trge itd. – ki so pomembne za razvoj podjetja. Podjetje se bo za dokapitalizacijo s strani strateškega investitorja torej odločilo, ko za svoj razvoj ne potrebuje le finančnih sredstev, temveč tudi druge razvojne komponente. Če podjetje teh ne potrebuje, želi pa deliti tveganje poslovanja z novimi lastniki, je pritegnitev portfeljskih investorjev boljša rešitev.

7.2. NEKATERE ZNAČILNOSTI PTI IN NTI

Zgoraj naštetе razlike med PTI in NTI kot virov financiranja podjetij vodijo tudi v bolj vsebinske razlike med obema oblikama kapitalskih tokov, ki se odražajo v naslednjem:

- NTI so v lasti tujih investorjev, predvsem multinacionalnih podjetij ter so sektorsko in podjetniško specifične, to je države prejemnice ne morejo odločati

o smeri teh investicij. PTI običajno pomenijo naložbo v velika domača podjetja in državne obveznice ter niso sektorsko specifične.

- Obstajajo različne vrste povezav med NTI in PTI. Z ustvarjanjem povezav z domačimi podjetji (dobavitelji, kupci) NTI spodbujajo ustvarjanje/širitev domačih podjetij, ki se bodo za financiranje svojih širitev naslonila na PTI. Po drugi strani pa PTI lahko spodbudijo razvoj domačih kapitalskih trgov, ki potem pomagajo pritegniti NTI.
- NTI lahko prinesejo tehnologijo in izboljšajo dostop do trga, medtem ko PTI lahko pomagajo okrepiti proces razvoja domačega kapitalskega trga. Z zagotavljanjem finančnih sredstev in zmanjševanjem stroškov kapitala domačim podjetjem PTI lahko povečajo konkurenčnost podjetij. Čeprav portfeljski investitorji najprej investirajo v podjetja *blue chip*, izkoriščajo tudi »cenovne anomalije«, s tem da investirajo tudi v manjša in neznana podjetja s potencialom rasti, ki so podcenjena.
- PTI so bolj volatilne kot NTI, najbolj volatilna pa so kratkoročna bančna posojila. Tudi NTI kot finančni tok so lahko volatilne, saj investitorji zmanjšujejo svoja deviznotečajna tveganja tako, da uravnotežajo svoje naložbe z obveznostmi v različnih valutah z bančnimi posojili in PTI.
- Tokovi NTI so bolj vzdržni, medtem ko je za PTI verjetno, da se zmanjšajo, ko portfeljski investitorji postanejo bolj selektivni glede tega, kam investirati.
- Le zelo majhno število držav uspeva pritegniti velike zneske NTI in PTI. To so vedno iste države (UNCTAD 1999a: 4–6).

Poleg zmanjšanja stroška kapitala in delitve tveganja z nerezidenti kot osnovnima prednostma PTI za financiranje podjetij literatura navaja še niz drugih možnih razvojnih prispevkov PTI za dvig konkurenčnosti domačih podjetij in države prejemnice, med njimi mobilizacijo domačih⁶ in tujih prihrankov, finančno posredovanje ter učinkovitejšo alokacijo kapitala za investicije, krepitev poslovnega okolja, v katerem delujejo podjetja, s tem da prispevajo k razvoju dobro delujočih finančnih trgov. PTI lahko igrajo pomembno vlogo tudi v financiranju domače infrastrukture. Prispevek PTI k financiranju investicij je večji, če se uresniči z izdajo novih delnic in obveznic na primarnih trgih.

PTI h krepitvi kapitalskih trgov prispevajo: (i) prek dodatne likvidnosti, ki jo prinašajo na lokalne kapitalске trge, (ii) z izboljšanjem standardov na lokalnih

⁶ Hecht in drugi (2004) so analizirali učinke različnih oblik prilivov kapitala na domače investicije v državah v razvoju. Ugotovili so, da je velikost dolgoročnega učinka NTI na domače investicije 0,68 (1 USD prilivov v obliki NTI poveča domače investicije za 0,68 USD), medtem ko je ustrezen učinek pri PTI 0,53, pri posojilih pa le 0,35. Ugotovitve Boswortha in Collinsa (1999), ki sta analizirala učinke priliva kapitala na domače investicije v 58 državah v razvoju v obdobju 1978–1995, so manj optimistične. Ugotovila sta, da povečanje kapitalskih prilivov za 1 USD v obliki NTI prinese enako povečanje domačih investicij, pri PTI ni zaznati nikakršnega vpliva na domače investicije ali pa je ta majhen, vpliv posojil pa je nekje med prvima dvema.

kapitalskih trgih (kakovost informacij in objavljanja podatkov, zaščita manjšinskih delničarjev, predpisi o trgovanju, torej dvig odgovornosti in transparentnosti), (iii) s spodbujanjem razvoja novih institucij in storitev, kot so investicijski management, finančne svetovalne storitve, računovodstvo in revizija, storitve tržnega informiranja, agencije za določanje kreditne sposobnosti itd. To pomaga k povečevanju transparentnosti v finančnih transakcijah ter izboljšanju vodenja in obvladovanja podjetij (*corporate governance*).

Po drugi strani pa imajo velike fluktuacije tokov PTI negativne vplive na plačilno bilanco in lahko vodijo v nestabilnost deviznega tečaja, kot tudi v visoko volatilitnost cen naložb. Dolgoročni vpliv PTI na razvoj je odvisen od tega, ali tokovi PTI financirajo višjo raven formiranja fiksne kapitala, kot je vzdržna. Kratkoročno bodo PTI v obliki državnih obveznic in nakupov vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu spodbujale potrošnjo z učinkom na bogastvo in kreditni *boom*. To lahko privede do precejšnjih težav in okrepi ciklično gibanje tokov tujega kapitala, še posebej če je domači finančni sistem šibek ter neustrezno reguliran in nadziran (UNCTAD 1999a; Vujović 2007).

Teorija in praksa o NTI kot instrumentu razvoja podjetij in držav prejemnic sta že dali več spoznanj. NTI so del širših ekonomskih povezav in z njimi povezanih kapitalskih tokov. NTI prispevajo k stabilnosti, učinkovitosti in rasti gospodarstva države prejemnice predvsem, če pomenijo vstop dobro delujočih in konkurenčnih podjetij ali izboljšanje delovanja in povečanje konkurenčnosti prevzetih podjetij ter prenašanje pozitivnih učinkov na domača podjetja (t. i. učinki prelivanja oziroma učinki *spillover*). V literaturi in praksi najpogosteje navajani pozitivni prispevki NTI k razvoju države prejemnice so dodatni viri in sposobnosti v obliki kapitala, tehnologije, organizacijskih, poslovnih in drugih znanj, dostopa do trgov, ki jih prinesejo tuji investitorji. Z drugačno alokacijo virov tuji investitorji prispevajo k prestrukturiranju gospodarstev držav prejemnic, z učinkovitejšo alokacijo virov, povečevanjem konkurence in posrednimi učinki (učinki prelivanja) na domače dobavitelje ter konkurente pa pomagajo pri razvijanju domačih virov, zmogljivosti in produktivnosti domačih podjetij. NTI tudi pospešujejo vključevanje gospodarstva države prejemnice v svetovno gospodarstvo. Seveda prispevki NTI niso vedno razvojno pozitivni in tudi te nevarnosti so v literaturi ter praksi znane enako dobro kot prednosti. Tuji investitorji lahko prinesejo napačno vrsto strojev in tehnologije, se slabo prilagodijo domačim razmeram, izrinejo domača podjetja, domače dobavitelje zamenjajo s tujimi, odlivajo dohodek prek transference cen v tujino itd. (Dunning 1993; Dunning 2001; OECD 2002; UNCTAD Division on Transnational Corporations 1996; UNCTAD 1999b itd.). Kljub tem tveganjem pa empirične analize pretežno kažejo, da prevladujejo pozitivni razvojni prispevki NTI h gospodarski rasti, razvoju in prestrukturiranju gospodarstev držav prejemnic.⁷ Zaradi tega

⁷ Za učinke NTI v državah v tranziciji glej podrobneje npr. Hunya 2000; Konings 2001; Majcen in Knell 2008; Meyer 1998; Damijan, Rojec, Damijan in Rojec 2004; OECD 2002.

glavna smer ekonomske vede opredeljuje NTI kot pomemben razvojni instrument in države vse bolj tekmujejo med seboj, kako pritegniti čim več NTI.

Kaj nam kažejo slovenske izkušnje z NTI? Kljub bistveno manjši penetraciji NTI v slovensko gospodarstvo, kot to velja za veliko večino držav EU-27 (glej Tabelo 21), statistični podatki in analize kažejo, da so imele NTI do sedaj pomemben in pozitiven vpliv na razvoj slovenskega gospodarstva. NTI so pomemben akter prestrukturiranja in rasti produktivnosti slovenskega gospodarstva (Damijan in Rojec 2004), so pomemben vir tuje tehnologije (Damijan in Majcen 2001) ter dostopa do izvoznih trgov (Rojec, Damijan in Majcen 2000). Podjetja s tujim kapitalom so v večji meri kot domača podjetja angažirana v visoko- in srednjevisokotehnoloških industrijah (Majcen, Rojec, Jaklič in Radošević 2004), so bolj inovativna od domačih podjetij, tuje lastništvo pa pozitivno vpliva tako na inovativnost kot na rast produktivnosti podjetij (Damijan, Jaklič in Rojec 2005).⁸ NTI v slovenski predelovalni dejavnosti so pretežno izvozno usmerjene, v storitvenem sektorju pa je njihova dejavnost namenjena pretežno slovenskemu trgu (Stanovnik in Rojec 2004). To je pospešilo internacionalizacijo slovenskega industrijskega sektorja ter prineslo širšo in boljšo preskrbo podjetij in potrošnikov s storitvami. Učinki podjetij s tujim kapitalom na domače dobavitelje so pozitivni, vendar skromni. Učinkov NTI na povečanje produktivnosti domačih podjetij v istih panogah pa skoraj ni (Damijan, Knell, Majcen in Rojec 2003), kar pa je predvsem posledica nizke stopnje penetracije NTI v slovenskem gospodarstvu. Ne nazadnje, Salis (2006) je analiziral vpliv tujih akvizicij na uspešnost slovenskih podjetij v predelovalni dejavnosti in ugotovil, da so tuji investitorji prevzeli najbolj produktivna slovenska podjetja, vendar pa je produktivnost teh podjetij kasneje narasla kot rezultat tujega prevzema.

⁸ Vstop tujega investitorja v podjetje po navadi prinese niz sprememb. Poleg tehnologije in znanja so to običajno sredstva za investicije in dostop do tujih trgov. Konkretni primeri NTI v Slovenijo kažejo, da so tuji investitorji najpogosteje vnesli naslednje spremembe v podjetja, v katera so investirali: (i) dvig kakovosti izdelkov kot rezultat sprememb v proizvodnji in tehnološkem procesu ter večjega poudarka na kakovosti; (ii) izboljšanje proizvodnega programa; zoženje proizvodnega programa praviloma tako, da se je osredotočil na osrednjo dejavnost podjetja; (iii) sprememba organizacijske strukture podjetja, tako da je bolj odražala poslovne metode v matičnem tujem podjetju; (iv) povečanje izobraževanja posloводства in delavcev, precejšnje takoj ob vstopu in nato kot stalna aktivnost; (v) izboljšanje informacijskega sistema: uvedba novih sistemov računovodstva in finančnega poročanja; večji poudarek zbiranju in diseminaciji informacij; investicije v notranje informiranje in kontroling; (vi) posloводство je v glavnem zadržalo svoje položaje, v večini primerov pa je prišlo do zmanjšanja števila delavcev, kar so načeloma reševali z mehкими metodami (zgodnje upokojevanje, pomoč pri vzpostavljanju lastne dejavnosti itd.); (vii) odvisnost odnosa med slovenskim podjetjem in tujim matičnim podjetjem od načina organizacije slednjega; nasploh sprejemanje strateških odločitev s strani centrale, v vsakodnevnem delovanju pa so podjetja v glavnem neodvisna; (viii) veliko izboljšanje vloge in kakovosti marketinga; (ix) nasploh naklonjenost tujih investorjev uvajanju ekološko bolj prijaznih izdelkov in procesov (Rojec in Šušteršič 2002).

8 POMEN PTI IN NTI ZA FINANCIRANJE SLOVENSКИH PODJETIJ

Najprej bomo na kratko predstavili osnovne značilnosti financiranja slovenskih podjetij po različnih instrumentih in sektorjih financiranja. Predvsem nas zanima razmerje med dolžniškim in lastniškim načinom financiranja ter med domačimi sektorji in tujino. Nadalje nas bo zanimalo še razmerje med NTI in PTI. Za analizo PTI potrebujemo vpogled v vse tri vidike financiranja podjetij – lastniško nasproti dolžniškemu financiranju, domače nasproti tujemu financiranju in NTI nasproti PTI.⁹

Tabela 24, ki prikazuje tokove financiranja slovenskih podjetij po finančnih instrumentih, kaže dve osnovni značilnosti: prevladovanje dolžniških virov financiranja in postopno upadanje tujih virov financiranja. Očitno je, da so v obdobju pred krizo domače banke vse bolj prevzemale financiranje slovenskega podjetniškega sektorja. Delež tujine v skupnih tokovih financiranja podjetij se je znižal od 21,7 % leta 2006 na 14,0 % leta 2008, leta 2009 pa so podjetja tujini neto vračala vire financiranja v višini 451 mio EUR. Negativen tok do tujine leta 2009 je posledica vračanja posojil in komercialnih kreditov, medtem ko so bili prilivi iz lastniškega kapitala in vrednostnih papirjev leta 2009 največji v obdobju 2006–2009. To kaže, da so se lastniški viri financiranja v krizi po pričakovanju pokazali kot precej bolj stabilen vir financiranja podjetij od posojil in komercialnih kreditov.

V financiranju slovenskih podjetij torej očitno prevladuje dolžniški način financiranja, na katerega je leta 2006 odpadlo 91,2 % vseh tokov financiranja podjetij, leta 2008 pa 86 %. Znotraj dolžniškega financiranja je očitno stalno in hitro povečevanje pomena posojil (od 63,2 % leta 2006 na 82,1 % leta 2008), medtem ko se delež komercialnih kreditov stalno zmanjšuje (od 28,0 % na 3,9 %). Delež tujih posojil se je povečal od 4,4 % leta 2006 na 13,7 % leta 2008, delež tujih komercialnih kreditov pa je upadel od 9,6 % na –1,5 %. Položaj se je drastično spremenil leta 2009, ko so posojila s 331 mio EUR predstavljala 76,8 % vseh tokov financiranja podjetij, tok komercialnih kreditov pa je bil globoko negativen, saj so jih podjetja neto vrnila kar za 1.013 mio EUR. Podjetja so v letu 2009 neto vračala tako tuja

⁹ To je možno le s kombiniranjem različnih vrst podatkov Banke Slovenije, to je s podatki iz Poročila o finančni stabilnosti (Banka Slovenije 2008 in 2009a), prikaza stanja mednarodnih naložb Slovenije (Banka Slovenije 2009c) in plačilne bilance (Banka Slovenije 2009b). Podatki iz Poročila o finančni stabilnosti omogočajo analizo virov financiranja podjetij, vendar ne ločijo med NTI in PTI, podatki iz prikaza stanja mednarodnih naložb Slovenije in plačilne bilance pa omogočajo ločevanje med NTI in PTI, ne omogočajo pa natančnega identificiranja podatkov samo za podjetja.

posojila kot tuje komercialne kredite, prve v višini 404 mio EUR, druge pa v višini 592 mio EUR.

Najmanjša komponenta financiranja slovenskih podjetij so lastniški kapital in vrednostni papirji; nanje je leta 2006 odpadlo 8,8 %, leta 2008 pa 12,2 % celotne vrednosti tokov financiranja. Pri tem je zanimivo, da v nasprotju z dolžniškimi viri financiranja vrednost lastniškega financiranja podjetij v letih 2008 in 2009 ni padla. Leta 2009 je znašala 1.113 mio EUR, medtem ko so posojila znašala 331 mio EUR, komercialni krediti pa –1.013 mio EUR. Delež tujega lastniškega kapitala je v celotnih tokovih financiranja podjetij od leta 2006 naprej drastično padal, in sicer od 7,8 % leta 2006 na 5,2 % leta 2007 in na vsega 1,8 % leta 2008 (glej Tabelo 24). Do spremembe je delno prišlo leta 2009, ko so prilivi iz tujega lastniškega kapitala in vrednostnih papirjev znašali 545 mio EUR, kar je največji letni priliv v obdobju 2006–2009.

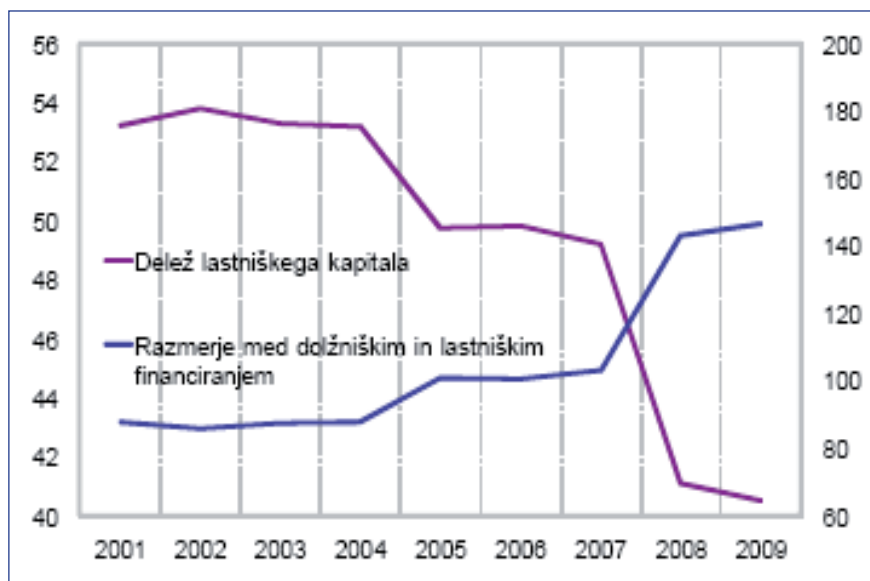
TABELA 24: Tokovi financiranja podjetij po finančnih instrumentih, 2006–2009
(v mio EUR)

	2006	2007	2008	2009
VREDNOST SKUPAJ, mio EUR	4.797	9.226	6.992	431
<i>Slovenija</i>	3.755	7.615	6.012	882
<i>Tujina</i>	1.042	1.611	980	–451
Posojila	3.032	6.223	5.742	331
<i>Slovenija</i>	2.823	5.709	4.782	735
<i>Tujina</i>	209	514	960	–404
Komercialni krediti	1.343	1.930	270	–1.013
<i>Slovenija</i>	846	1.317	377	–421
<i>Tujina</i>	461	613	–107	–592
Lastniški kapital in vrednostni papirji	422	1.073	980	1.113
<i>Slovenija</i>	86	589	853	568
<i>Tujina</i>	372	484	127	545
STRUKTURA SKUPAJ, %	100,0	100,00	100,00	100,00
<i>Slovenija</i>	78,3	82,5	86,0	204,6
<i>Tujina</i>	21,7	17,5	14,0	–104,6
Posojila	63,2	67,5	82,1	76,8
<i>Slovenija</i>	58,8	61,9	68,4	170,5
<i>Tujina</i>	4,4	5,6	13,7	–93,7
Komercialni krediti	28,0	20,9	3,9	–235,0
<i>Slovenija</i>	17,6	14,3	5,4	–97,7
<i>Tujina</i>	9,6	6,6	–1,5	–137,4
Lastniški kapital in vrednostni papirji	8,8	11,6	14,0	258,2
<i>Slovenija</i>	1,8	6,4	12,2	131,8
<i>Tujina</i>	7,8	5,2	1,8	126,5

Vir: Banka Slovenije (2009a za 2006, 2010c za 2007–2009).

Spremembe v strukturi tokov financiranja slovenskih podjetij, kot se kažejo v Tabeli 24, so se odrazile v precejšnjih strukturnih premikih v stanju finančnih obveznosti slovenskih podjetij. Od leta 2003 do leta 2009 je delež lastniškega kapitala padel za več kot šest odstotnih točk, od 53,3 % na 47,5 %. To ni le posledica stalnega hitrega povečevanja posojil, temveč tudi padanja borznih vrednosti lastniškega kapitala v letih 2008 in 2009. Rezultat je, da so slovenska podjetja zaradi prevrednotenja svojih preteklih naložb v svojih bilancah stanja in upada poslovne aktivnosti postala visoko zadolžena.

SLIKA 6: Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij, 2001–2009 (v %)



Vir: Banka Slovenije (2010c).

Slika 6 prikazuje strukturo stanja finančnih obveznosti podjetij po instrumentih. Velik padec strukturnega deleža lastniškega kapitala ima za posledico povečano razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij, ki se je povečalo od 102 % konec leta 2007 na 147 % leta 2009. V evroobmočju je to razmerje 105 %, torej precej nižje kot v Sloveniji (Banka Slovenije 2010c: 28). V strukturi stanja finančnih obveznosti slovenskih podjetij smo torej priča izrazitemu povečevanju deleža dolžniških virov financiranja. Kot ugotavlja Banka Slovenije (2009a: 37–8), so se v letu 2007 pokazali prvi znaki naraščajočega bremena hitrega zadolževanja, saj se je dolg podjetij povečal za 11 odstotnih točk BDP na 80,4 %. V tem letu so se kazalniki obremenjenosti z odplačevanjem obresti po večletnem izboljševanju ali vsaj stagnaciji poslabšali.

TABELA 25: Struktura stanja finančnih obveznosti podjetij po instrumentih, 2003–2009 (v mio EUR in %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SKUPAJ, mio EUR	52.387	56.551	62.984	71.305	88.014	86.959	87.320
STRUKTURA SKUPAJ, %	100	100	100	100	100	100	100
Posojila	25,8	27,6	29,3	29,3	30,9	38,3	38,3
Komercialni krediti in druge terjatve*	20,4	18,6	20,1	20,1	19	15,4	14,2
Lastniški kapital in vrednostni papirji	53,7	53,8	50,6	50,5	50,2	46,3	47,5

Vir: Banka Slovenije (2009a za 2003–2007, 2010c za 2008–2009).

* Za leto 2008 in 2009 le komercialni krediti.

Finančna kriza je še posebej prizadela panoge gradbeništva in poslovanja z nepremičninami, ki sta se nadpovprečno zadolževali in sta dosegli tudi nadpovprečne stopnje rasti v času konjunktore. Zadolženost, izkazana s finančnim vzvodom, je po podatkih Banke Slovenije dosegla konec leta 2009 162 %, v prometu in skladiščenju kar 480 %, v gradbeništvu 414 % in pri poslovanju z nepremičninami 291 %. Velik porast zadolženosti je bil zaznan tudi v finančnem posredništvu, predvsem z namenom financiranja lastniške konsolidacije. Finančni holdingi so septembra 2009 sicer imeli le okoli 5 % razvrščene aktive, vendar gre pri njih za skupino bančnih komitentov z najhitreje rastočimi zamudami, pa tudi najhitrejšo rastjo oblikovanih rezervacij (Banka Slovenije 2009a in 2010c). Če upoštevamo še dejstvo, da so se z lastniško konsolidacijo in nepremičninami s pomočjo bančnih kreditov v času konjunktore ukvarjala tudi številna druga podjetja, je jasno, da je bančni sistem slabo opravil alokacijo akumulacije iz tujine. Za izhod iz krize bo treba, poleg novih naročil, razrešiti tudi problem prezadolženosti in prestrukturirati vire financiranja pri podjetjih.

V obdobju po letu 2004 so se tokovi financiranja podjetij iz tujine stalno povečevali, natančneje: povečevali so se dolžniški viri financiranja – tako posojila kot trgovinski krediti – medtem ko so letni prilivi lastniškega kapitala in vrednostnih papirjev stagnirali na ravni nekaj več kot 400 mio EUR (401 mio EUR v letu 2004, 425 mio EUR v letu 2005, 372 mio EUR v letu 2006, 484 mio EUR v letu 2007), nato pa so leta 2008 padli na vsega 127 mio EUR, v letu 2009 pa zopet zrasli na 545 mio EUR. Na ta način se je delež lastniškega kapitala v celotnih tokovih financiranja podjetij iz tujine zmanjšal od 52,6 % leta 2004 na 30,0 % leta 2007 in nič več kot 13,0 % leta 2008. To je imelo za posledico zmanjšanje lastniškega kapitala v stanju financiranja podjetij v tujini s 43,8 % konec leta 2004 na 39,8 % leta 2009 (glej Tabelo 26).

TABELA 26: Financiranje podjetij v tujini, tokovi in stanja, 2004–2009 (v mio EUR in %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tokovi financiranja iz tujine						
SKUPAJ, mio EUR	731	819	1.042	1.611	980	–451
STRUKTURA SKUPAJ, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Lastniški kapital in vrednostni papirji	52,6	52,6	37,3	30,0	13,0	120,8
Posojila	24,2	7,7	20,1	31,9	98,0	–89,6
Trgovinski krediti in drugo*	23,3	39,7	42,6	38,1	–10,9	–131,3
Stanje konec obdobja						
SKUPAJ, mio EUR	9.921	11.811	12.633	14.490	15.619	15.177
STRUKTURA, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Vrednostni papirji razen delnic	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	1,9
Posojila	32,4	28,3	24,2	26,0	31,8	31,1
Lastniški kapital	43,8	42,9	44,3	42,9	38,3	39,8
Trgovinski krediti in drugo	23,7	28,7	31,3	30,9	29,7	27,2

Vir: Banka Slovenije (2009a za 2004–2006, 2010c za 2007–2009).

* Za leto 2007, 2008 in 2009 le komercialni krediti.

Tabela 27 kaže strukturo naložb nerezidentov v vrednostne papirje, izdane v Sloveniji, po sektorjih. Očitno je predvsem dvoje: stalno upadanje deleža podjetij in hitro naraščanje deleža države. Medtem ko je država v obdobju 2004–2009 povečala svoj delež v naložbah nerezidentov od vsega 7 % na kar 58 %, je delež podjetij padel od 64 % na vsega 21 %. Ta dvojni trend je po eni strani posledica povečanega obsega prodaje državnih obveznic, po drugi strani pa upada cen delnic v letih 2008 in 2009. Če so naložbe nerezidentov v vrednostne papirje podjetij še leta 2007 znašale 2.780 mio EUR, so leta 2009 obsegale le še 1.860 mio EUR. Istočasno so naložbe nerezidentov v vrednostne papirje države narasle od 809 mio EUR na nič manj kot 5.136 mio EUR.

TABELA 27: Naložbe nerezidentov v vrednostne papirje, izdane v Sloveniji, po sektorjih, 2004–2009 (v mio EUR in %)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SKUPAJ, mio EUR	2.401	3.000	4.129	5.054	5.295	8.855
STRUKTURA SKUPAJ, %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Podjetja	64	57	52	55	36	21
Banke	25	25	24	26	29	18
Drugi finančni posredniki	2	1	0	1	3	1
Zavarovalnice	2	2	2	2	2	2
Država	7	16	22	16	30	58

Vir: Banka Slovenije (2009a za 2004–2008, 2010c za 2009).

* Podatki niso neposredno primerljivi z vsoto obveznosti iz NTI in PTI v prikazu stanja mednarodnih naložb Slovenije (Banka Slovenije 2009c). Razlika je v tem, da v Tabeli 27 niso upoštevane tiste obveznosti do tujine, ki izhajajo iz NTI v podjetja tipa d. o. o..

Z vidika naše analize, ki se osredotoča na PTI, je problem podatkov iz Poročila o finančni stabilnosti (Banka Slovenije 2009a) v tem, da ne razlikuje med NTI in PTI. Te podatke nam daje plačilna bilanca (Banka Slovenije, 2009b, 2010a) in prikaz stanja mednarodnih naložb (Banka Slovenije 2009c, 2010b). V strukturi obveznosti iz stanja mednarodnih naložb Slovenije, ki jo prikazujemo v Tabeli 28, so na prvem mestu posojila s 33,0 %, sledijo NTI z 22,1 %, PTI (naložbe v vrednostne papirje) z 19,7 %, gotovina in vloge s 17,3 % ter komercialni krediti s 7,2 %.

TABELA 28: Stanje mednarodnih naložb Slovenije – obveznosti po spremenljivkah, konec 2009

	Mio EUR	%
OBVEZNOSTI SKUPAJ	47.557,6	100,00
NEPOSREDNE NALOŽBE V SLOVENIJI	10.500,2	22,1
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	7.438,6	15,6
<i>Banke</i>	1.484,3	3,1
<i>Ostali sektorji</i>	5.954,3	12,5
Neto obveznosti do povezanih družb – ostali sektorji	3.061,6	6,4
NALOŽBE V VREDNOSTNE PAPIRJE	9.352,6	19,7
Lastniški vrednostni papirji	641,9	1,3
<i>Banke</i>	64,9	0,1
<i>Ostali sektorji</i>	577,0	1,2
Dolžniški vrednostni papirji – obveznice in zadolžnice	8.710,7	18,3
<i>Državni sektor</i>	6.406,5	13,5
<i>Banke</i>	2.033,0	4,3
<i>Ostali sektorji</i>	271,1	0,6
FINANČNI DERIVATIVI	204,4	0,4
KOMERCIALNI KREDITI – ostali sektorji	3.440,9	7,2
POSOJILA	15.673,5	33,0
<i>Državni sektor</i>	160,8	0,3
<i>Banke</i>	9.740,2	20,5
<i>Ostali sektorji</i>	5.772,5	12,1
GOTOVINA IN VLOGE	8.216,6	17,3
<i>Banka Slovenije</i>	3.594,8	7,6
<i>Banke</i>	4.621,8	9,7
OSTALE OBVEZNOSTI	169,3	0,4
<i>Banke</i>	19,2	0,0
<i>Ostali sektorji</i>	146,8	0,3

Vir: Banka Slovenije (2010b).

Nas zanimajo le tuji viri financiranja razvoja podjetij, ne pa tudi drugih sektorjev. Kaj nam s tega vidika pove Tabela 28? Pove nam: (i) da gredo NTI v celoti v financiranje razvoja podjetij (ostali sektorji) in bank; (ii) da med PTI prevladujejo dolžniški vrednostni papirji državnega sektorja, precej dolžniških vrednostnih papirjev imajo tudi banke, ostali sektorji, kamor spadajo predvsem podjetja in prebivalstvo, pa skoraj nič; (iii) da PTI v obliki lastniških vrednostnih papirjev predstavljajo le 6,9 % vseh PTI; ti gredo pretežno v ostale sektorje, to je v delnice slovenskih podjetij, nekaj malega pa tudi v delnice bank; (iv) da gredo komercialni krediti izključno v ostale sektorje; (v) da posojila počrpajo banke in ostali sektorji. Ker posojila, ki jih najamejo banke v tujini, slej ko prej tudi končajo pri ostalih sektorjih, je posredno tudi to način financiranja slovenskih podjetij.

TABELA 29: Stanje mednarodnih naložb ostalih sektorjev Slovenije – obveznosti po spremenljivkah, konec 2009

	Mio EUR	%
OBVEZNOSTI OSTALIH SEKTORJEV – SKUPAJ	28.964,4	100,00
NEPOSREDNE NALOŽBE V SLOVENIJI	9.015,9	31,1
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	5.954,3	20,6
Neto obveznosti do povezanih družb	3.061,6	10,6
NALOŽBE V VREDNOSTNE PAPIRJE	848,1	2,9
Lastniški vrednostni papirji	577	2,0
Dolžniški vrednostni papirji – obveznice in zadolžnice	271,1	0,9
KOMERCIALNI KREDITI	3.440,9	11,9
POSOJILA*	15.512,7	53,6
Banke	9.740,2	33,6
Ostali sektorji	5.772,5	19,9
OSTALE OBVEZNOSTI	146,8	0,5

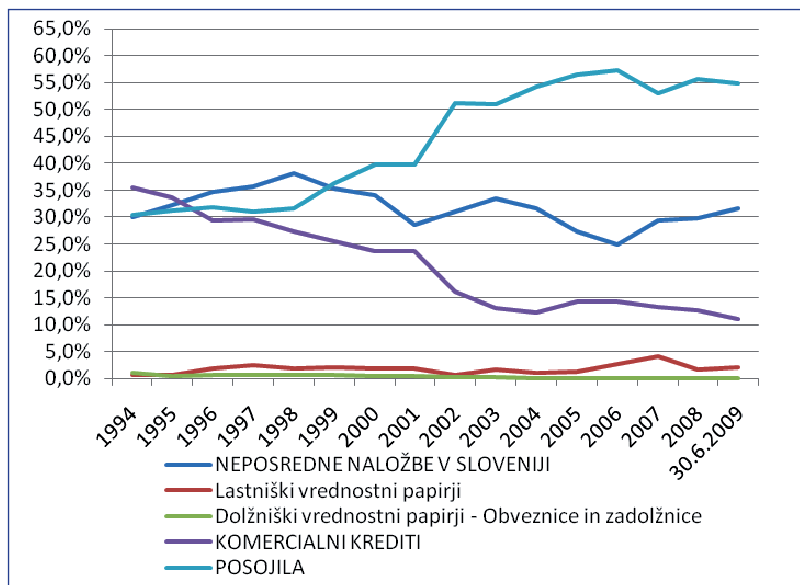
Vir: Banka Slovenije (2010b).

* Med posojili smo upoštevali tudi obveznosti bank iz tujih posojil.

O financiranju slovenskega podjetniškega sektorja, ki je naš primarni predmet analize, Tabela 28 podaja nekako zamegljeno sliko. V Tabeli 29 podajamo le tiste obveznosti iz mednarodnih naložb Slovenije, ki se nanašajo na ostale sektorje; ta kategorija zajema vse sektorje razen države in bank, v njej pa prevladuje podjetniški sektor. Pri tem upoštevamo tudi posojila, ki jih banke najemajo v tujini, saj je njihov končni namen financiranje ostalih sektorjev. Posojila (53,6 %) in komercialni krediti (11,9 %) predstavljajo skupaj 65,5 % zunanjih virov financiranja ostalih sektorjev, naslednjih 31,1 % obsegajo NTI (dobra tretjina tega pripada neto obveznostim do povezanih družb, torej v osnovi kreditnim razmerjem med povezanimi osebami), le minimalnih 2,9 % pa imajo PTI, od tega 2,0 % lastniški, 0,9 %

pa dolžniški vrednostni papirji. Zaključek je več kot jasen: PTI kot vir financiranja razvoja podjetij so v Sloveniji nepomembne oziroma neizkoriščene.

SLIKA 7: Struktura stanja mednarodnih naložb ostalih sektorjev Slovenije – obveznosti po spremenljivkah, 31. 12. 1994–30. 6. 2009 (v %)*



Vir: Banka Slovenije (2009c).

* Med posojili smo upoštevali tudi obveznosti bank iz tujih posojil.

Poglejmo, kaj se je dogajalo s strukturo zunanjih virov financiranja ostalih sektorjev v zadnjih 15 letih in kakšen položaj ima Slovenija v tem pogledu v mednarodnih primerjavah. Tu se najprej postavlja vprašanje, ali smo bili v analiziranem obdobju priča kakršnimkoli premikom v strukturi zunanjega financiranja ostalih sektorjev. Slika 7 kaže, da se je v strukturi zunanjega financiranja v obdobju 1994–2009 stalno povečeval delež posojil¹⁰ in stalno padal delež komercialnih kreditov. Strukturni delež NTI je nenehno močno nihal, vendar je ohranjal deleže nad 30 %. PTI so bile ves čas na izrazito nizki ravni, ki ni presegla 2,0 %, z izjemo leta 2007, ko so se na vrhuncu kapitalskih trgov PTI približale 5% deležu.

¹⁰ Vrednost tujih posojil tako bankam kot ostalim sektorjem se je nenehno povečevala, vendar je bila rast posojil bankam veliko hitrejša. Tako smo v strukturi posojil od leta 2002 naprej priča stalnemu upadanju deleža stanja tujih posojil ostalim sektorjem neposredno (zmanjšanje od 64,6 % na 36,5 % v obdobju 2002–2009) ob istočasnem povečevanju strukturnega deleža tujih posojil bankam (povečanje od 27,5 % na 62,1 % v obdobju 2002–2009). Očitno je, da so domače banke postopoma vse bolj prevzemale vlogo posrednika med tujimi bankami in slovenskimi ostalimi sektorji.

Tabela 30 kaže letne prilive tujih sredstev po različnih instrumentih finančnega računa v obdobju 2004–2009.¹¹ Vhodne NTI vse do leta 2009 kažejo stalno naraščanje, potem pa v letu 2009 drastičen padec. Prilivi iz lastniških vrednostnih papirjev so bili ves čas zelo skromni, vendar so vse do leta 2008 postopoma rasli; v letu 2008 smo priča preobratu, ki je privedel celo do negativnega toka oziroma do umikanja tujih portfeljskih investitorjev iz Slovenije. V letu 2009 skoraj ni bilo prilivov iz naložb v slovenske lastniške vrednostne papirje (priliv v vrednosti 22,1 mio EUR). Očitno je torej, da so tako NTI kot lastniške PTI izrazito negativno reagirale na krizo, pri čemer sta med obema tipoma naložb naslednji razliki: NTI so na krizo reagirale šele v letu 2009, lastniške PTI pa seveda že v letu 2008. Oboje je pričakovano; lastniške PTI zaradi kotacije na borzi omogočajo precej hitrejšo reakcijo na spremembe na kapitalskem trgu, pri čemer lastnikom PTI za razliko od neposrednih investitorjev ni treba iskati strateških investitorjev, ki bi bili pripravljeni vstopiti v podjetje. Slednje je v razmerah ekonomske recesije še dodatno oteženo. Pri tem pa velja, da se lastniški kapital strateških tujih investitorjev v Sloveniji leta 2009 skoraj ni zmanjšal; do dezinvestiranja je prišlo iz zmanjševanja neto obveznosti slovenskih podružnic do njihovih matičnih podjetij v tujini. Tukaj gre za upniško-dolžniško razmerja, ki so metodološko sicer uvrščena med NTI. Če so imele leta 2008 slovenske podružnice za 3.764 mio EUR neto obveznosti do povezanih podjetij, so bile te obveznosti v letu 2009 le še 3.062 mio EUR. To pomeni, da so slovenske podružnice povezanim podjetjem v letu 2009 neto vračale svoje dolgove oziroma so začele neto kreditirati povezane osebe (matično podjetje in/ali druge njegove podružnice).¹²

Letni prilivi v Slovenijo iz dolžniških vrednostnih papirjev stalno rastejo in so se izrazito povečali prav v letu 2009 kot posledica iskanja tujih virov prek izdaje obveznic s strani države in bank. Enako kot NTI so v letu 2009 negativne predznake imela tudi posojila in komercialni krediti. Pri obojih smo v letu 2009 priča negativnemu toku obveznosti oziroma neto vračanju obstoječih tujih posojil in kreditov. Izjema so posojila ostalim sektorjem, ki so se sicer drastično zmanjšala, vendar so ohranila pozitiven predznak. Neto vračanje obstoječih tujih posojil je torej posledica dogajanja v bančnem sektorju. Če zaključimo, z vidika podjetij so se v krizi negativno izkazale prav vse oblike tujega financiranja. Še najbolj so se obnesla posojila ostalim sektorjem. Z vidika volatilnosti so se daleč najslabše odrezala posojila bankam, tem pa sledijo lastniške PTI.

¹¹ V denarnih tokovih se upad cen delnic odraža le posredno, saj ima transakcija z isto delnico v letu 2007 in 2008/2009 za posledico drugačen denarni tok. Ti podatki zato niso vsebinsko primerljivi s podatki, izračunanimi na osnovi sprememb v mednarodnih obveznostih in naložbah Slovenije, ki vsebujejo tako učinek letnih transakcij kot tudi učinek spremenjenih cen na celotno stanje obveznosti in naložb. Podatki se tudi zbirajo na povsem drugačen način: tokovi iz plačilnega prometa s tujino, stanja in spremembe stanj pa prek posebnih vprašalnikov.

¹² Da je to resen problem, potrjuje dejstvo, da kar okrog 40 % posojil slovenskim podjetjem iz tujine pride od lastniško povezanih družb (glej Banka Slovenije 2009a: 44).

TABELA 30: Prilivi (obveznosti) v Slovenijo po instrumentih finančnega računa, 2005–2009 (v mio EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Neposredne naložbe	665,2	472,5	513,3	1.106,4	1.329,5	–418,6
Naložbe v vrednostne papirje	15,7	96,0	685,0	1.055,4	612,8	4.549,3
<i>Lastniški vrednostni papirji</i>	–9,8	79,2	156,4	203,8	–194,1	22,1
<i>Dolžniški vrednostni papirji</i>	25,5	16,9	528,7	851,6	806,9	4.527,3
<i>od tega državni sektor</i>						2.662,6
Posojila	1.671,1	2.731,4	2.063,6	3.841,1	1.868,6	–2.941,3
<i>Državni sektor</i>	4,7	–26,8	–115,0	–42,8	–28,8	–21,6
<i>Banke (brez Banke Slovenije)</i>	961,3	2.465,3	1.442,6	3.354,5	1.227,8	–2.962,9
<i>Ostali sektorji</i>	705,1	292,9	735,9	529,4	669,6	43,2
Komercialni krediti	213,7	291,3	478,5	499,4	–73,0	–459,2

Vir: Banka Slovenije (2010a, 2009e za delež državnega sektorja v dolžniških vrednostnih papirjih).

Primerjave kažejo, da je Slovenija glede NTI med tistimi državami EU, ki imajo najnižje deleže stanja vhodnih NTI v BDP. Med članicami EU so imele leta 2008 nižji delež le Grčija, Italija, Nemčija in Litva (glej Tabelo 21). Podobno velja tudi za PTI, pri katerih je Slovenija med državami EU z absolutno in relativno najmanjšimi PTI. To je sicer pričakovano, saj prav vse nove članice EU, ki so šle skozi tranzicijo, izkazujejo veliko nižje razmerje med PTI in BDP. Pa vendar je strukturni zaostanek Slovenije pri lastniških PTI tudi glede na te države več kot očitno (glej Tabelo 22). Zgornje ugotovitve potrjuje tudi porazdelitev lastniškega kapitala podjetij, ki kotirajo na borzi v evropskih državah (Tabela 31). Po strukturi lastništva podjetij na borzi Slovenija od ostalih razvitih držav odstopa po zelo visokem deležu javnega sektorja (višji kot v Sloveniji je le še na Norveškem in v Litvi) ter po tem, da imamo skupaj z Italijo daleč najnižji delež tujih portfeljskih investorjev med vsemi državami.

Sumarni zaključek na osnovi zgornjih podatkov je, da so slovenska podjetja izrazito naklonjena financiranju s posojili, medtem ko sta portfeljsko investiranje in sodelovanje s strateškimi investitorji precej nepopularna, na vsak način pa precej manj uporabljana kot v drugih državah EU. Ko so se ob nastanku finančne krize pojavile težave pri refinanciranju domačih bank v tujini, je morala poseči država s svojimi jamstvi, saj je bilo očitno vse premalo zavedanja, da bo treba pri teh formalno sicer kratkoročnih dolgovih nekoč odplačati tudi glavnico. Kljub državnim jamstvom za kreditiranje podjetij pa so banke v finančni krizi očitno previdne pri novih kreditih za visoko zadolžena domača podjetja, ki se dodatno soočajo še z velikim upadom obsega naročil.

TABELA 31: Porazdelitev lastniškega kapitala podjetij, ki kotirajo na borzi v evropskih državah, 2007 (v %)

Države	Tuji investitorji	Privatne finančne institucije	Privatne nefinančne institucije	Individualni investitorji	Javni sektor
Evropa	37	27	17	14	5
Avstrija	31	33	24	7	5
Belgija	38	19	20	20	3
Bolgarija	20	11	40	15	6
Ciper	11	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Danska	30	20	31	17	1
Estonija	49	1	36	5	9
Finska	62	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Francija	41	29	13	7	10
Nemčija	21	24	40	13	2
Grčija	52	6	10	19	13
Madžarska	72	10	11	4	4
Islandija	39	19	31	12	0
Irska	67	n. a.	n. a.	18	n. a.
Italija	14	23	26	27	10
Latvija	40	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Litva	35	4	19	16	26
Malta	41	6	33	16	4
Norveška	40	7	18	4	31
Nizozemska	70	9	n. a.	44	n. a.
Poljska	42	26	6	12	14
Portugalska	45	20	25	10	0
Slovaška	74	3	12	2	1
Slovenija	14	16	29	17	23
Španija	37	18	25	20	0
Švedska	38	27	9	16	8
Švica	60	15	9	16	0
Velika Britanija	40	44	3	13	0

Vir: FESE (2008).

9 DETERMINANTE PRIVLAČNOSTI DRŽAVE ZA PORTFELJSKE IN STRATEŠKE TUJE INVESTITORJE

9.1. DETERMINANTE PRILIVOV PTI

Obstaja niz potencialnih koristi, ki spodbujajo investitorje k internacionalizaciji njihovih portfeljev. Te prednosti so gonilna sila in motivacija za angažiranje v PTI in temeljijo na: (i) sodelovanju v rasti drugih (tujih) trgov, (ii) zavarovanju investitorjeve potrošne košarice, (iii) učinkih diverzifikacije in – kot možno – (iv) ne-normalnih donosih zaradi segmentacije trga. *Ceteris paribus* bo imel tuji investitor koristi, če bo večji delež naložb investiral v tujini: (i) čim večji bo pričakovani donos, (ii) čim nižja bo variabilnost donosov, (iii) čim nižja bo korelacija med donosi tujih vrednostnih papirjev in donosi na investitorjevem domačem trgu ter – kot možno – (iv) čim večji je delež uvoženih dobrin in storitev v potrošnji investitorja (BIS 2009). Pomen PTI raste z razvojem finančnih trgov. V najrazvitejših državah OECD PTI pogosto presegajo klasične oblike NTI in dolgoročnih bančnih posojil (glej Tabelo 7).

V tem delu analiziramo determinante privlačnosti države za PTI. Čeprav pri tem ne ločimo eksplicitno med dolžniškimi in lastniškimi PTI, nas zanimajo predvsem lastniške PTI. Najprej bomo na kratko podali osnovni teoretični okvir ter motivacijo za PTI, potem bomo v skladu s prevladujočim pristopom analize determinant PTI ločili med t. i. domačimi oziroma vlečnimi (*pull*) in zunanji oziroma potisnimi (*push*) dejavniki PTI, sledila bo analiza pomena posameznih dejavnikov ter natančnejši pregled nekaterih kompleksnejših modelov oziroma analiz determinant PTI.

Gonilna sila tokov PTI je motivacija, povezana z iskanjem donosov in zmanjševanjem tveganja skozi diverzifikacijo portfelja. Izredno hitro rast tokov PTI približno od začetka 90. let so spodbujali oziroma omogočali naslednji dejavniki ali okoliščine: (i) globalizacija in liberalizacija finančnih trgov, ki je pomenila, da se kapital lahko med državami premika svobodneje in ob manjših stroških, (ii) izboljšanje ekonomskih temeljev v mnogih porajajočih se gospodarstvih, kar je imelo za posledico veliko višje stopnje rasti PTI kot v državah OECD, (iii) ugodne globalne makroekonomske razmere, ki so jih zaznamovale nizke obrestne mere in obsežna likvidnost na mednarodnih finančnih trgih, (iv) institucionalizacija varčevanja ter razmah profesionalnega upravljanja s sredstvi (vzajemni skladi, *hedge* skladi in druga investicijska podjetja), kar je zmanjšalo operativne stroške finančnih transakcij (v primerjavi s komercialnimi bankami), (v) odločilen napredek v

komunikacijsko-informacijski tehnologiji. Ti elementi tvorijo osnovo strategije diverzifikacije portfeljskih investitorjev na globalni ravni (UNCTAD 1999a: 13–4).

Teoretično se diskusija o determinantah PTI v glavnem vrti okoli različnih inačic teorije optimalnega portfelja, pri katerem sta donos in tveganje (diverzifikacija portfelja) glavna dejavnika, ki določata alokacijo portfeljskih tokov (Miller in Whitman 1970; Kreicher 1981; Kraay in drugi 2000). Obstaja neka optimalna alokacija portfeljskih tokov med državami in dejanski tokovi predstavljajo prilaganje temu ravnotežju. Pri Millerju in Whitmanu (1970) so razlike v obrestnih merah zelo pomembna determinanta mednarodnih gibanj kapitala, saj navajajo investitorje, da reagirajo na njihove spremembe. Pri Kreicherju (1981) pa obstaja nek želeni obseg kapitala, ki ga želijo ekonomski subjekti, ker pa se dejanski obseg razlikuje od želenega, prihaja do investicijskih tokov. Želeni obseg kapitala je odvisen od niza po državah specifičnih spremenljivk, kot so realna obrestna mera, indeksi industrijske proizvodnje, dohodki itd. Po Kouriju in Porterju (1974), ki kombinirata pristop optimalnega portfelja in plačilnobilančno teorijo, so dohodek in obrestne mere tisti, ki imajo pomemben vpliv na kapitalske tokove. Komplikacija modela optimalnega portfelja nastopi, ko v njem upoštevamo informacijske asimetrije med mednarodnimi investitorji (Brennan in Cao 1997), ki lahko vodijo v to, da investitorji morda ne bodo delovali v skladu z logiko modela.¹³ Še en pristop k analizi portfeljskih tokov je izposojen iz teorije mednarodne trgovine; Portes in Rey (1999) sta uspešno uporabila gravitacijski model, ki prek tržne kapitalizacije vključuje velikost trga, spremenljivka oddaljenosti pa je približek za stroške investiranja. Ugotavljata, da tržni donosi ne igrata signifikantne vloge v portfeljskih tokovih. Velikost trga kot pozitivna in oddaljenost kot negativna sta ključni signifikantni determinanti kapitalskih tokov. Pri tem poudarjata, da informacijske asimetrije generirajo negativen učinek razdalje na trgovino z vrednostnimi papirji (Portes in Rey 1999). Dejavnik geografske bližine pri investiranju v vrednostne papirje poudarjata tudi Tesar in Werner (1995). Torej, ekonomska literatura se v glavnem strinja, da sta glavni sili v ozadju tokov PTI odzivanje na spremembe v donosih in tveganost mednarodnega trga. Po drugi strani pa informacijske asimetrije zmanjšujejo ustreznost odzivov. Gravitacijski modeli potrjujejo vpliv velikosti trga in oddaljenosti (problem informiranosti) na portfeljske tokove.

Podrobnejše analize determinant tokov PTI se osredotočajo na različne skupine determinant. V skladu s standardnim Tobin-Markowitzevim okvirom lahko determinante prilivov PTI razdelimo v štiri široke kategorije: (i) investicijski donos doma glede na tujino, (ii) dožemanje investicijskega tveganja, (iii) stopnja sogibanja med mednarodnimi donosi in (iv) motiv diverzifikacije (Calderon in

¹³ Prav iz tega izhaja izrazita nagnjenost investitorjev k investiranju na domače trge, ki jo v svojem ključnem članku o mednarodnih trgih kapitala ugotavljata French in Poterba (1991). Negativen vpliv informacijskih asimetrij na tokove PTI poudarjata tudi Portes in Rey (1999).

drugi 2003). Istočasno pa lahko te determinante ločimo v domače oziroma vlečne (*pull*) in zunanje ali globalne oziroma potisne (*push*) dejavnike. Zagovorniki teze o zunanjih dejavnikih pravijo, da se kapitalski tokovi v porajajoča se gospodarstva povečajo, ko se finančne razmere v državah investitoricah izboljšajo. Ti tokovi se lahko gibljejo tudi v obratni smeri od poslovnih ciklov v industrijskih državah. Spet drugi trdijo, da je povpraševanje po tujem kapitalu v veliki meri odvisno od bodočih donosov na domače investicije (BIS 2009). Amaya in Rowland (2004: 15) bolj natančno opredeljujeta obe skupini determinant na naslednji način:

- a. Zunanji dejavniki so tisti, ki so eksogeni državi prejemnici in ki se dogajajo v državah investitoricah. Ti dejavniki so povezani s poslovnimi cikli v razvitih državah. Stopnje rasti, indeksi industrijske proizvodnje in obrestne mere v razvitih državah so dobri približki za ta tip spremenljivk.
- b. Domači dejavniki pa so tisti, ki se odvijajo v državi prejemnici. Teh dejavnikov je šest:
 - *Dejavniki velikosti trga* naj bi pozitivno vplivali na kapitalске tokove, večje države naj bi torej dobile več PTI kot majhne. Dobri približki za velikost trga so BDP, absorpcija in privatna potrošnja.
 - *Pozitivne razmere v državi prejemnici* naj bi generirale višje prilive. Države, ki imajo stabilno makroekonomsko okolje, za katerega so značilne visoke in vzdržne stopnje rasti ter nizke in stabilne stopnje inflacije, naj bi imele višje prilive PTI od ostalih. Literatura za te dejavnike uporablja naslednje približke: stopnje rasti BDP, indeksi industrijske proizvodnje, obrestne mere, stopnje inflacije, delež domačega varčevanja v BDP, razmerje med krediti in BDP, povprečna plača, stopnje donosa na domačem trgu kapitala.
 - *Dejavniki odprtosti* se nanašajo na odnose države prejemnice z ostalim svetom. Empirična literatura ugotavlja, da odprta gospodarstva pritegnejo več PTI kot močno zaščitena gospodarstva. V literaturi je za merjenje odprtosti oblikovan niz različnih kazalnikov: delež izvoza in uvoza v BDP, carine, trgovinski sporazumi itd.
 - Za merjenje *likvidnosti* Amaya in Rowland (2004) uporabljata izvoz in rast izvoza, ker je izvoz glavni vir deviz za večino držav. Ta spremenljivka naj bi bila pozitivno povezana s tokovi PTI. Še en zelo naraven približek te spremenljivke so mednarodne rezerve.
 - *Državne finance* so še en dejavnik, za katerega se pričakuje, da vpliva na PTI. Visoki fiskalni primanjkljaji pomenijo rastoče obveznosti države, kar lahko vodi v potrebo po povečanju davkov in končno v probleme z odplačevanjem mednarodnih dolgov. Torej, visoki proračunski primanjkljaji povečujejo deželno tveganje in naj bi negativno vplivali na prilive PTI. Tu se lahko uporabljajo naslednji kazalniki: bilanca javnih financ, delež državnega dolga v BDP in njegovo razmerje s fiskalnimi prihodki, delež javnih izdatkov v BDP.
 - *Kazalci ranljivosti* so še en domači dejavnik prilivov PTI. Ranljive države so bolj tvegano investicijsko okolje, zato so manj privlačne za PTI. Možni

kazalniki tu so: zunanji dolg, razmerje med zunanjim dolgom in BDP, kazalniki dolarizacije ter razmerje med M2 in uradnimi deviznimi rezervami.

Kaj ugotavljajo empirične analize o pomenu domačih in zunanjih dejavnikov kot determinantah PTI? Ne obstaja splošen konsenz glede relativnega pomena domačih in zunanjih dejavnikov za tokove PTI. Nedvomno je res, da so istočasno pomembni tako domači kot zunanji dejavniki; če ni ugodne mednarodne klime oziroma v globalni krizi, kot je sedanja, še tako dobre domače razmere pri PTI ne pomagajo kaj dosti, obenem pa tudi zelo ugodne mednarodne razmere ne pomagajo, če država nima ustreznih domačih ekonomskih, pravnih in institucionalnih razmer za pritegnitev PTI. Pa vendar lahko empirične analize determinant PTI razdelimo na tiste, ki eksplicitno govorijo o pomenu in medsebojni povezanosti domačih ter zunanjih razmer, in na tiste, ki primarno zagovarjajo pomen bodisi domačih bodisi zunanjih dejavnikov. Pri tem vendarle prevladujejo analize, ki govorijo o večjem pomenu domačih determinant, najsi bo to zato, ker so te bolj pomembne, ali pa zato, ker so samo te tiste, na katere lahko vpliva ekonomska politika.

Hernandez in drugi (2001) ugotavljajo, da so domače determinante precej pomembnejše kot zunanje. Podobno za tokove PTI v tranzicijska gospodarstva ugotavljata Hernandez in Rudolph (1995), za tokove PTI iz ZDA v Latinsko Ameriko in Azijo pa Chuhan in drugi (1993). Pri tem so se tokovi nakupa delnic pokazali kot bolj občutljivi na zunanje dejavnike kot tokovi nakupa obveznic. Za države v tranziciji Claessens in drugi (1998) trdijo, da sta uspešnost države v reformah in robustna kreditna ocena edini pomembni determinanti kapitalskih prilivov. Tudi Garibaldi in drugi (2001) so analizirali kapitalske prilive v tranzicijske države. Ugotavljajo, da na prilive PTI signifikantno vpliva le nekaj pojasnjevalnih spremenljivk. PTI naj bi bile povezane le z razvojem infrastrukture finančnega trga in zaščito lastniških pravic, ne pa z dejavniki, kot so obrestne mere in kazalniki solventnosti. Tudi analiza Amaye in Rowlanda (2004) za porajajoča se gospodarstva poudarja pretežno domače dejavnike kot tiste, ki so pomembni za pritegnitev PTI. Dejavniki, ki po njunem mnenju signifikantno vplivajo na PTI, so: velikost BDP (pozitivna povezava), razmerje med državnim dolgom in fiskalnimi dohodki (negativna povezava), BDP na prebivalca (pozitivna povezava), realna rast BDP (pozitivna povezava), izvoz (negativna povezava), delež javnofinančnega primanjkljaja v BDP (negativna povezava), rast BDP v ZDA (negativna povezava). Lozovyi in Kudina (2007) pravita, da na PTI v državah Skupnosti neodvisnih držav najmočnejše vplivata domača obrestna mera na depozite in politična stabilnost, ki vključuje tudi kakovost institucij. Investitorji investiranje tesno povezujejo z uspešnostjo države, zato se v primeru slabih ekonomskih politik neustrezne makropolitike lahko hitro opazijo v nenadnem begu kapitala. Tu je tudi pozitiven učinek povečanih PTI v srednjeevropske države v tranziciji nasploh. Zdi se, da nekateri investitorji dojemajo Skupnost neodvisnih držav kot v nekem smislu podobno regijo.

V seriji vplivnih člankov Calvo in drugi (1993, 1994 in 1996) ugotavljajo, da

čeprav so bili domači dejavniki (nizke obrestne mere, ki so izboljševale kreditne ocene porajajočih se gospodarstev, in recesija v glavnih industrijskih državah) pomembni v tokovih PTI v zgodnjih 90. letih, so bile glavne determinante zunanji dejavniki. Tudi Fernandez-Arias (1994) pravi, da ima razlaga kapitalskih tokov z zunanjimi dejavniki večjo podlago. Ugotavlja namreč, da imajo mednarodne obrestne mere večji vpliv na priliv kapitala v državo kot pa izboljšanje domače investicijske klime.

Torej, tako za porajajoča se gospodarstva in države v razvoju nasploh kot za tranzicijske države so se domači dejavniki pokazali kot bolj pomembni od zunanjih. Reformiranje institucij in zavezanost reformam, zaščita lastniških pravic, razvoj finančnih trgov ter krepitev domačega ekonomskega okolja so ključni dejavniki, ki spodbujajo prilive PTI. Slej ko prej pa so najbližje resnici študije, ki govorijo o medsebojni prepletenosti in vplivu domačih ter zunanjih dejavnikov. World Bank (1997) ter Montiel in Reinhart (1999) ugotavljajo, da so države z močnimi ekonomskimi temelji pritegnile največ kapitala, vendar so k temu pripomogle tudi nizke obrestne mere v razvitih državah. Zunanji dejavniki lahko razložijo obseg in dinamiko prilivov, domači dejavniki pa, v katero državo bodo prilivi šli.

Baek (2006) analizira determinante tokov PTI v pet latinskoameriških in štiri azijske države v obdobju 1989–2002. Ugotavlja, da so PTI v Azijo primarno determinirane z zunanjimi dejavniki, vključno s pripravljenostjo investorjev prevzeti tveganje, medtem ko imajo domače ekonomske razmere zanemarljivo vlogo. PTI je v Latinsko Ameriko pritegnila močna domača gospodarska rast in globalni finančni dejavniki. Pri vsem tem je najbolj opazno, da odnos do tržnega tveganja, ki je pomemben vzrok prilivov PTI v azijske države, ni igral vloge v prilivih PTI v Latinsko Ameriko. Ena možna razlaga je naslednja: prilivi PTI v analizirane azijske države so bili pretežno v obliki delnic, ki jih izdaja privatni sektor, medtem ko so bile glavna oblika PTI v analizirane latinskoameriške države državne obveznice in zadolžnice. Ker je aktivnosti na privatnem trgu težje preverjati in spremljati, je možno, da so bile PTI v privatne vrednostne papirje v Aziji bolj podvržene nihanjem razpoloženja na trgu kapitala, kot to velja za PTI v državne papirje v Latinski Ameriki. Relativni pomen domačih in zunanjih dejavnikov v določanju kapitalskih tokov torej variira med državami in oblikami PTI. Medtem ko se je za države Skupnosti neodvisnih držav pokazalo, da so domači dejavniki glavna determinanta kapitalskih tokov (Claessens in drugi 1998), se je za latinskoameriške in azijske države pokazalo, da so pomembni tako notranji kot zunanji dejavniki (Taylor in Sarno 1997).

V praksi se zdi, da razmerje med zunanjimi in notranjimi razmerami zelo verjetno variira glede na okoliščine. BIS (2009) to argumentira na naslednji način:

- *Zunanji dejavniki.* Obilna »globalna likvidnost«, ki vključuje nizke svetovne obrestne mere in močno rast denarja v razvitih državah, se pogosto navaja kot eden pomembnih zunanjih dejavnikov, ki je »potisnil« kapital v porajajoča se gospodarstva. Še en zunanji dejavnik je poslovni cikel v industrijskih

državah, ki ima lahko tako pozitivne kot negativne vplive na kapitalске tokove v porajajoča se gospodarstva. Npr. recesija v razvitih državah v zgodnjih 90. letih je naredila investicijske priložnosti v porajajočih se gospodarstvih bolj dobičkonosne in je spodbudila tokove v te države. Močnejša rast v industrijskih državah pa lahko poveča dobičkonosnost domačih podjetij v teh državah, kar spodbudi tok investicij vanje (Ferrucci 2004). Medtem ko zgornji zunanji makroekonomski dejavniki prispevajo k cikličnemu obnašanju mednarodnih investorjev, pa lahko mikroekonomski dejavnik diverzifikacije portfelja globalnih investorjev vodi v bolj stabilne tokove kapitala (BIS 2009: 19–2).

- *Notranji dejavniki.* Glavni element, ki »vleče« mednarodni kapital v porajajoča se gospodarstva, je višji pričakovani donos, prilagojen za tveganje. Višja rast in bolj stabilni makroekonomski izgledi so tako pomemben dejavnik pritegnitve kapitala v te države. Podatki kažejo, da se dinamika neto privatnih kapitalskih tokov v porajajoča se gospodarstva poveča vsakič, ko njihova rast preseže tisto v razvitih gospodarstvih. Prav tako se je v porajajočih se gospodarstvih v 90. letih močno znižala volatilitnost rasti in inflacije, pri čemer so ključno vlogo igrale domače makroekonomske politike. Institucionalne reforme in politike, ki lajšajo dostop tujih investorjev do domačih finančnih trgov, kot so odstranitev kapitalске kontrole in liberalizacija NTI, so prav tako olajšale mednarodne tokove kapitala (BIS 2009: 22–3).

Literatura o determinantah tokov PTI se še posebej natančno loteva dveh skupin determinant. Prva skupina so dejavniki, povezani z delovanjem kapitalskih trgov v državah prejemnicah PTI, druga skupina pa je povezana z ekonomskimi politikami teh držav. Mandilaras in Popper (2009), ki sta analizirala mednarodne tokove kapitala v sedmih vzhodnoazijskih državah v zadnjih 15 letih, sta ugotovila, da so razmere na domačih finančnih trgih najboljši napovednik sprememb v obsegu tokov kapitala v te države. Sicer pa se zdi, da ima *de facto* mednarodna odprtost domačih kapitalskih trgov le majhen pomen za katerokoli kategorijo kapitalskih tokov, medtem ko *de iure* odprtost pomaga napovedati tokove PTI. Martin in Rey (2001) posebej poudarjata pomen velikosti trga, Kinda (2007) fizično in finančno infrastrukturo, Froot in drugi (2000) pretekle donose, Martin in Rey (2001) likvidnost vrednostnih papirjev na določenem trgu, Takeda (2006) pa velikost in sofisticiranost finančnega trga.

Z vidika cilja naše analize so najzanimivejši domači dejavnik tokov PTI ekonomske politike držav prejemnic. Političnoekonomska teza o tekmovanju držav za tuje vire financiranja (*race to the bottom*) trdi, da globalna mobilnost produkcijskih dejavnikov in še bolj finančnih virov izvaja konkurenčne pritiske na države in jih spodbuja, da poskušajo ustvariti čim bolj prijazno domače ekonomsko okolje za tuje investitorje. Predpostavka v ozadju te trditve je, da domače politike in institucije vplivajo na investicijske odločitve in da je verjetno, da se bo kapital raje usmerjal v države, za katere je značilen ekonomski liberalizem. Vendar pa je le malo študij, ki poskušajo ugotoviti smer vzročno-posledične povezanosti med

domačimi ekonomskimi politikami in institucijami ter tokovi investicij. Ena takih je Ahlquistova (2006), ki ugotavlja, da tokovi PTI kažejo konsistentno zvezo z ekonomskimi politikami, medtem ko so NTI bolj občutljive na politične institucije. Portfeljski investitorji so še posebej občutljivi na preteklo obnašanje vlade in rezultate fiskalne politike. Pri tem je pomembno vedeti, da glede na zgodovino države investitorji na podobne rezultate ekonomske politike reagirajo različno. To je pomembno, ker so v primeru »slabe« zgodovine države glede izpolnjevanja obveznosti portfeljski investitorji nagnjeni k temu, da »glasujejo z nogami«. Cao (2008) modelira bilateralne PTI kot funkcijo domačih ekonomskih politik države investitorice in prejemnice ter pomembnih mednarodnih omrežij, kot so trgovina ter jezikovne in kulturne povezave. Ugotavlja, da so PTI občutljive le na nekatere kazalnike ekonomskih politik (javno potrošnjo in podjetniške davke), in to le med državami OECD.

TABELA 32: Najpomembnejši kriteriji v odločitvah institucionalnih investitorjev pri investiranju v države SVE

Kriterij	Pomen (v %)*
Splošni kriteriji	
Stabilnost pravnega sistema	83
Stabilnost finančnega sistema	81
Stabilnost političnega sistema	78
Stabilnost valute	68
Jasna davčna zakonodaja	63
Splošen gospodarski položaj	62
Strogost stečajne zakonodaje	59
Mikroekonomski kriteriji	
Usposobljenost posloводства	93
Produktivnost investicijske tarče	83
Rast konkretnega sektorja	83
Usposobljenost/kvalificiranost zaposlenih v investicijski tarči	65
Osebni stiki s poslovodstvom	65
Raven obdavčitve investicijske tarče	53
Kriteriji finančnega trga	
Likvidnost posameznih delnic	97
Zakonodaja in implementacija zakonov	83
Kontrola kapitalskih tokov	78
Prisotnost strateških investitorjev	53

Vir: Köke (1999).

* Povprečna stopnja pomembnosti na lestvici od 0 do 100 %. Stopnja pomembnosti je izračunana kot povprečje vseh odgovorov za vsak posamezen kriterij. Potem so rezultati normirani tako, da se razvrščajo od 0 % (nepomembno) do 100 % (zelo pomembno). V tabeli so prikazani le najbolj pomembni kriteriji.

V nadaljevanju podajamo natančnejši pregled nekaterih kompleksnejših modelov oziroma analiz determinant PTI. Prva je študija Kōkeja (1999), ki je analiziral kriterije institucionalnih investorjev pri investiranju v lastniške vrednostne papirje v državah srednje in vzhodne Evrope (SVE), vključno s Slovenijo. Analiza temelji na obsežni anketi med institucionalnimi investitorji v države SVE. Osredotoča se na domače (»vlečne«) dejavnike PTI, to je analizira privlačnost kapitalskih trgov SVE za zahodne investitorje. Tabela 32 podrobneje prikazuje pomen posameznih kriterijev v odločitvah zahodnih institucionalnih investorjev v državah SVE, kot izhajajo iz ankete; najpomembnejša za odločitev je likvidnost konkretne delnice (97 %), sledi usposobljenost posloводства (93 %) ter stabilnost pravnega (83 %) in finančnega sistema (81 %). Kje so torej prednosti in slabosti držav SVE kot lokacije za PTI? Dejavniki, ki pozitivno vplivajo na PTI v SVE, so dober potencial za donos, stabilnost pravnega sistema, kompetence posloводства in likvidnost delniškega trga, nizka raven splošnega ter makroekonomskega tveganja in nizko tveganje, ki izhaja iz ureditve finančnega trga. Med državami so seveda razlike. Problem Slovenije je predvsem nizka likvidnost delniškega trga.

Aggarwal in drugi (2005) so analizirali vpliv ekonomske politike na ravni države in podjetniške politike na odločitve ameriških vzajemnih skladov o investiranju na porajajočih se trgih po azijski finančni krizi. Njihova osnovna ugotovitev je, da skladi investirajo več na odprte trge z močnejšimi delniškimi pravicami. Potem ko kontrolirajo za osnovne značilnosti države, se pokaže, da skladi investirajo več v podjetja, ki poleg tega, da so velika, vidna in jih spremljajo analitiki finančnega trga, izvajajo politike, ki imajo za rezultat večjo transparentnost in razkrivanje računovodskih podatkov. Poglejmo podrobneje:

Determinante na ravni države. Na ravni države so Aggarwal in drugi (2005) analizirali vpliv naslednjih spremenljivk na investicijske odločitve ameriških skladov: (i) makroekonomski dejavniki, kot so BPD na prebivalca in njegova rast; velikost delniškega trga, merjena s tržno kapitalizacijo; donosi delniškega trga in tržni promet, pri čemer je donos mera za uspešnost, promet pa za likvidnost delniškega trga; (ii) makroekonomske politike držav s poudarkom na režimu deviznega tečaja in stopnja davka na dividende/obresti; (iii) politike, ki ščitijo zunanje investitorje, učinkovitost pravnega okvira in povprečna kakovost finančnega poročanja zunanjim investitorjem. To zajemajo s spremenljivkami vodenja in obvladovanja podjetij, ki jih definirajo kot skupino mehanizmov, namenjenih temu, da zagotavljajo tako obnašanje posloводства, ki je v prid maksimiranja vrednosti za delničarje; delničarskimi pravicami (predvsem pravice manjšinskih delničarjev); legalnostjo (moč pravnega sistema in institucionalnega okolja, kot izhaja iz sodne učinkovitosti, pravne države, korupcije, tveganja razlastitve, nevarnosti neizpolnjevanja pogodb) in povprečnim obsegom računovodskih podatkov, ki jih objavljajo podjetja.

Ugotovitve Aggarwala in drugih (2005) so naslednje: (i) Ameriški skladi investirajo več v države, ki imajo bolj razvita gospodarstva (merjeno z BDP na prebivalca), drseči devizni tečaj in relativno velike delniške trge glede na velikost

gospodarstva (tržna kapitalizacija/BDP). Ti rezultati kažejo na potrebo po stabilnih makroekonomskih politikah, da bi se razvili finančni trgi. Tudi stopnja davka na dividende in obresti kaže signifikanten in negativen vpliv na PTI, kar kaže na pomembnost investitorjem prijaznih davčnih režimov. (ii) Večja likvidnost na PTI pozitivno vpliva. Pričakovano investitorji raje investirajo v bolj aktivne trge z nižjimi pričakovanimi transakcijskimi stroški. Presenetljivo pa petletni tržni donosi niso signifikantni. (iii) Glede pomena vladanja in obvladovanja podjetij ugotavljajo, da so pravice delničarjev, pravna država in računovodska kakovost pozitivno in signifikantno povezane s PTI. To interpretirajo kot pomembnost močnih delničarskih pravic, pravnega okvira in računovodskih standardov za pritegnitev PTI. Visokokakovostne računovodske prakse in prakse razkrivanja podatkov so bolj pomembne v državah s šibkimi zakoni ter njihovim uveljavljanjem. Še posebej velja, da večja transparentnost in razkrivanje podatkov bolj vplivata na investicijske odločitve vzajemnih skladov v državah, kjer imajo manjšinski delničarji *ex-ante* šibkejšo moč in glas pri odločitvah podjetij in kjer investitorji menijo, da so sodišča počasna ter neučinkovita.

Podjetniške determinante. V drugem koraku so Aggarwal in drugi (2005) analizirali podjetniške determinante PTI, pri čemer so v modelu uporabili naslednje spremenljivke: velikost podjetja, merjena s celotnimi sredstvi, število zunanjih analitikov, ki spremljajo podjetje, donos v zadnjem letu, zadolženost podjetja, razmerje med tržno in knjižno vrednostjo, kakovost in raven razkrivanja računovodskih podatkov. Rezultati modela kažejo, (i) da sta velikost in vidnost podjetja (merjena s številom analitikov, ki spremljajo podjetje) signifikantno in pozitivno povezana s PTI; (ii) da podjetja z boljšo kakovostjo računovodskih podatkov pridobijo več PTI; (iii) da sta transparentnost in razkrivanje podatkov bolj pomembna v državah, ki imajo šibko zaščito delničarjev.

Garibaldi in drugi (2001) so iskali odgovor na vprašanje, kaj usmerja kapital v tranzicijske države. Potencialne determinante PTI so ločili na tiste, ki vplivajo tudi na druge tokove kapitala (NTI), in na tiste, ki so specifične za PTI. Splošne determinante so: (i) Spremenljivke makroekonomske uspešnosti/stabilnosti, med katere spadajo inflacija, bilanca javnih financ in rast. Njihov pričakovani vpliv je bolj ali manj evidenten. (ii) Kazalniki tečajnega režima v smislu, ali je gibanje tečaja vnaprej napovedano, ali obstajajo kakšne omejitve glede konvertibilnosti oziroma ali obstajajo prakse multiplih deviznih tečajev. Vse, kar deluje v prid stabilnosti tečajev, naj bi bilo pozitivno za PTI. (iii) Kazalniki privatizacije in liberalizacije na osnovi tranzicijskih kazalnikov EBRD (*European Bank for Reconstruction and Development*), ki zajemajo napredek v liberalizaciji cen, liberalizaciji trgovine in privatizaciji. Bolj liberalne države in države, ki so prišle dlje v procesu privatizacije, naj bi bile sposobne pritegniti več PTI. (iv) Kazalniki institucionalne kakovosti in pravnega okvira, ki zajemajo argument, da so institucionalne in pravne pomanjkljivosti ovira za zasebne posle, še posebej pa za tuje investicije. Determinante, ki so specifične za PTI, pa so naslednje: (i) Razvoj trga vrednostnih papirjev. Države, ki imajo naprednejše trge vrednostnih

papirjev, so bolj opremljene z regulatornim in pravnim okvirom za tovrstne posle. (ii) Restrikcije za portfeljske investicije. (iii) Kazalniki tveganja neizpolnjevanja obveznosti, med katere spadajo obseg zunanjega dolga in mednarodne rezerve. (iv) Tečaji državnih vrednostnih papirjev. PTI bodo šle v države, ki ponujajo relativno ugodne realne obrestne mere na državne vrednostne papirje. Rezultati ekonometrične analize z uporabo zgornjih spremenljivk kažejo, da bazični pogoji ne dajejo ustrezne razlage PTI. Edini makroekonomski značilnosti, ki sta robustna prediktorja PTI, sta prisotnost infrastrukture finančnega trga (merjena z indeksom razvoja trga vrednostnih papirjev) in kazalnik zaščite lastniških pravic.

Thanyakhan (2008) je z gravitacijskim modelom analiziral determinante PTI na Tajsko. Spremenljivke v modelu vključujejo BDP, BDP na prebivalca, rast BDP, razdaljo, trgovino, devizni tečaj, plače, stopnjo inflacije, spremenljivke regionalne integracije in azijsko finančno krizo (1997 in 1998). Rezultati regresije potrjujejo, da se specifikacijo razširjenega gravitacijskega modela lahko uporabi za določitev prilivov PTI na Tajsko. Ekonometrična analiza identificira naslednje statistično signifikantne determinante PTI na Tajsko:

- BDP in BDP *per capita* imata pozitiven vpliv na tokove PTI. Torej, na prilive PTI vpliva ekonomski položaj držav investitoric in stabilna rast tajskega gospodarstva.
- Medsebojna trgovina ima pozitiven vpliv na PTI, kar pomeni, da imata obe spremenljivki komplementaren odnos tako v državah investitoricah kot na Tajskem.
- Razdalja, ki je približek za informacijske in transakcijske stroške, ima signifikanten vpliv na PTI. Torej, zmanjšanje informacijskih in transakcijskih stroškov lahko poveča prilive PTI.
- Devizni tečaj ima pozitiven vpliv na prilive PTI. Depreciacija bahta povečuje prilive PTI na Tajsko; najbrž zato, ker pričakujejo, da bodo podjetja sposobna več izvažati. To tudi znižuje transakcijske in informacijske stroške ter stroške kapitala.
- PTI na Tajsko so spodbujali tako domači dejavniki na Tajskem kot zunanji dejavniki v državah investitoricah.

Kakšne so ekonomskopolitične implikacije zgornjih ugotovitev? Prilivi PTI so odvisni od zdravja tajskega gospodarstva. Tajska vlada in centralna banka morata zmanjšati informacijske ter transakcijske stroške, se pogajati z vladami držav investitoric, povečati število vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje, in minimizirati volatilitnost bahta. Stabilna monetarna politika in finančna stabilnost na Tajskem bosta povečali število tujih portfeljskih investorjev v državo. Centralna banka se mora odpovedati vsakršnim nepotrebnim deviznim restrikcijam, saj se je to pokazalo kot zelo negativno za PTI. Tuji investitorji raje investirajo v države z visoko stopnjo odprtosti, nizkimi carinami in spodbudno investicijsko klimo (Thanyakhan 2008: 158).

Groh in drugi (2008) so analizirali privlačnost evropskih držav za institucionalne investitorje v sklade tveganega kapitala (*venture capital* – VC) in sklade zasebnega kapitala (*private equity* – PE). Institucionalni investitorji v VC/PE analizirajo več ekonomskih parametrov in ocenjujejo bodoče povpraševanje v posameznih državah. Nato izbirajo med temi državami v mednarodnem alociranju svojih sredstev. Investitorji analizirajo povpraševanje po VC/PE v naslednjih nekaj letih in potem sprejmejo odločitve o alociranju sredstev. Torej ocenjujejo privlačnost posameznih držav. Ta privlačnost je primarno določena s pričakovanji glede sposobnosti lokalnih skladov VC/PE, da izvedejo zadostno število transakcij z zadovoljivimi stopnjami tveganja in donosa. Torej, glavno vprašanje glede privlačnosti določene regije za institucionalne investitorje je razpoložljivost ustreznih investicijskih priložnosti in infrastrukture za izvedbo teh transakcij. Investicijske priložnosti se neposredno nanašajo na domače podjetniške aktivnosti in so povezane, med drugim, z inovacijami, prestrukturiranjem, velikostjo gospodarstva, pričakovanji glede rasti in podjetniškim duhom ljudi. Kakovost infrastrukture za izvedbo kupčij in izhod iz investicije se nanaša na profesionalizem finančne skupnosti. Vendar pa ni jasno, v kolikšni meri ti dejavniki vplivajo na privlačnost posameznih gospodarstev za investitorje in v kolikšni meri so ti dejavniki odvisni od drugih. Kaj je mogoče v literaturi prebrati o determinantah aktivnosti VC/PE v nacionalnih gospodarstvih? Groh in drugi (2008) so navedli šest relevantnih skupin raziskav:

- *Literatura o pomenu ekonomske aktivnosti.* Intuitivno na aktivnost VC/PE vpliva stanje konkretnega gospodarstva; njegova velikost, ki je kazalnik obsega investicijskih priložnosti, gospodarska rast, ekonomski razvoj, višji BDP *per capita* itd.
- *Literatura o pomenu kapitalskega trga.* Black in Gilson (1998) sta se osredotočila na razlike med bančno usmerjenimi in delniško usmerjenimi kapitalskimi trgi. Trdita, da je dobro razvit delniški trg, ki omogoča investitorjem v sklade tveganega kapitala, da izstopijo skozi prvo prodajo delnic (*initial public offering* – IPO), ključen za obstoj živahnega trga tveganega kapitala. Nasploh bančno usmerjeni kapitalski trgi kažejo manjšo sposobnost učinkovite infrastrukture za sklade tveganega kapitala, ne le zaradi šibkejšega trga kapitala, temveč tudi zato, ker manjkajo sekundarne institucije, vključno z bolj konservativnim pristopom bankirjev v posojanje denarja za nove projekte. Tvegani kapital uspeva v državah z globokimi in likvidnimi delniškimi trgi. To se meri ali s kapitalizacijo delniških trgov ali s številom kotiranih podjetij, ki kažejo likvidnost teh trgov. Aktivnost VC/PE v posamezni državi je povezana tudi z zrelostjo in tradicijo trga VC/PE.
- *Literatura o pomenu davkov.* Na aktivnost VC/PE vplivata dve vrsti davkov: najprej so tu davki na dividende in kapitalske dobičke, potem pa še davki, ki vplivajo na podjetja in podjetništvo, kot je celota podjetniških davkov.
- *Literatura o pomenu zaščite investitorjev ter vodenju in obvladovanju podjetij (corporate governance).* Pravna struktura in zaščita lastniških pravic vplivata

na privlačnost trgov VC/PE za investitorje. Torej, pravni okvir močno vpliva na velikost in obseg kapitalskega trga v posamezni državi in na sposobnost podjetij, da prejmejo zunanje financiranje; pomen implementacije zakonov v praksi; pomen determinant vladanja in obvladovanja podjetij, še posebej močne zaščite manjšinskih delničarjev za razvoj živahnega trga kapitala; kakovost pravnega sistema močno vpliva na možnost izstopa iz investicije; pomembni so tudi računovodski standardi; pravičnost lastniških pravic.

- *Literatura o pomenu človeškega in družbenega okvira.* Nacionalne kulture oblikujejo tako individualno usmeritev in razmere, ki vodijo v različne ravni podjetniške aktivnosti v posameznih državah. Še posebej pomembna za industrijo tveganega kapitala je kultura raziskovanja na univerzah in inštitutih. Na trg VC/PE negativno vplivajo toge politike trga dela. Negativen vpliv imajo tudi korupcija, kriminal, velika siva ekonomija, birokratske ovire.
- *Literatura o pomenu podjetniških priložnosti.* Dostop do perspektivnih investicij je verjetno eden najpomembnejših dejavnikov za privlačnost trga VC/PE. Število potencialnih investicij je povezano z raziskovalnim *outputom* države; izdatki za raziskave in razvoj (R&R) korelirajo z aktivnostjo VC/PE, podobno velja za število zaposlenih v R&R, število patentov itd. Negativno pa vplivajo administrativne ovire, birokracija v obliki preobsežnih pravil ter postopkov itd.

Groh in drugi (2008: 8) so svoj indeks privlačnosti 25 evropskih držav za institucionalne investitorje v sklade tveganega kapitala in delnice zasebnih podjetij sestavili iz 42 različnih kriterijev, ki so jih povezali v šest komponent: (1) gospodarska aktivnost (BDP, cene, delovna sila, NTI), (2) kapitalski trg (IPO, delniški trg, trg združenj in prevzemov, dolžniško-kreditni trg), (3) obdavčenje, (4) zaščita investorjev ter vladanje in obvladovanje podjetij (razkrivanje podatkov, odgovornost posloводства, prilagojenost delničarjem), (5) človeški in družbeni okvir (izobraževanje, delovni predpisi, korupcija, kriminal) ter (6) podjetniške priložnosti (inovativnost, izdatki za R&R, prestrukturiranje podjetij, podjetniška aktivnost, administrativno breme). Med vsemi državami se je na prvo mesto uvrstila Velika Britanija, ki izstopa predvsem po zaščiti investorjev, pravilih vladanja podjetjem ter po velikosti in likvidnosti trga kapitala. Stanje kapitalskega trga je približek za profesionalizem finančne skupnosti, tok kupčij in izhodne priložnosti. Avtorji so ugotovili solidno korelacijo med velikostjo njihovega indeksa privlačnosti in kapitalskimi tokovi. Ugotavljajo, da so poleg zaščite investorjev in kapitalskega trga tu še številni drugi pomembni kriteriji. Na katero mesto se je uvrstila Slovenija? Če je povprečje za 25 držav 100 indeksovskih točk, ima Slovenija 91 točk. Med novimi državami članicami EU je pred nami le Madžarska, od starih držav članic pa so za nami Italija, Španija in Grčija. Na prvih mestih so Velika Britanija (137 točk), Irska (131), Danska (129) in Švedska (128) (prav tam: 16).

9.2 DETERMINANTE PRILIVOV NTI

Kateri so dejavniki, ki opredeljujejo privlačnost neke države za NTI oziroma zaradi katerih so neke države bolj in druge manj privlačna lokacija za NTI? V osnovi lahko odgovor najdemo v okviru paradigme OLI (koncept lastniško-lokacijsko-internalizacijskih prednosti oziroma dejavnikov NTI, *ownership-location-internalisation advantages*; podrobneje glej npr. v Dunning 1993), katere integralni del so lokacijsko specifične prednosti oziroma dejavniki, ki nam povedo, zakaj bo podjetje raje investiralo v tujini kot doma in katere države imajo kot lokacija prednosti za NTI (oziroma za vzpostavitev dejavnosti). Lokacijsko specifične dejavnike lahko razdelimo na glavne ekonomske (strukturne oziroma tržne) dejavnike, ki so osnovni vzrok ali motiv tujega investitorja za investiranje v posamezni državi (trg konkretne države, razpoložljivost in cena proizvodnih dejavnikov, možnost učinkovitejše proizvodnje itd.), ter na dejavnike investicijske klime, kamor sodita regulatorni in ekonomskopolitični okvir ter širše poslovno okolje oziroma podpora podjetništvu. Regulatorno-politični okvir in poslovno okolje predstavljata bolj ali manj ugoden okvir za uresničitev osnovnih motivov (glej UNCTAD 1998: 91). Najrazličnejše analize motivacije tujih investorjev in lokacijsko specifičnih dejavnikov NTI nedvoumno kažejo:

- Primarni za privlačnost neke države kot lokacije za NTI so osnovni ekonomski dejavniki, kamor sodijo velikost trga, rast prebivalstva, rast in velikost BDP, dostop do izvoznih trgov ter razpoložljivost, stroški in kakovost proizvodnih dejavnikov.
- Šele potem sledijo regulatorno-politični dejavniki in poslovno okolje v najširšem smislu, kamor sodijo politična stabilnost, makroekonomska stabilnost, regulatorni okvir nasploh, davčne stopnje in struktura, predpisi in politika trga dela ter proizvodnih trgov itd.
- Potem pa je tu še specifična politika do NTI, ki zajema zakonodajni okvir za NTI, trženje države kot lokacije za NTI in investicijske spodbude, ki pa vendarle predstavljajo le en element investicijske klime. Pri tem velja, da je formalna dikcija zakonov in postopkov lahko pri njihovem izvajanju bolj ali manj liberalno interpretirana, kar se najbolj očitno kaže pri obravnavanju tujih investorjev v različnih administrativnih postopkih. Ni torej pomemben le formalni zakonski okvir, temveč vsaj enako tudi njegovo praktično izvajanje (glej npr. Dunning 1993; UNCTAD 1998; Business International, Creditanstalt 1992; A.T. Kearney 1998; Meyer 1998; Rojec, Redek in Kostevc 2007).

Čeprav so dejavniki investicijske klime v nekem smislu sekundarni – če ni primarnega tržnega ali stroškovnega motiva, ne pridejo do izraza – pa seveda vplivajo na to, ali se bo tuji investitor odločil za uresničitev svojega primarnega motiva ali ne. Skratka, neustrezen regulatorno-politični okvir in poslovno okolje lahko odvrnejo tujega investitorja, ki bi se sicer zaradi tržnih ali stroškovnih motivov odločil za investicijo. Analiza OECD iz leta 2003 kaže, da lahko nekaj več kot

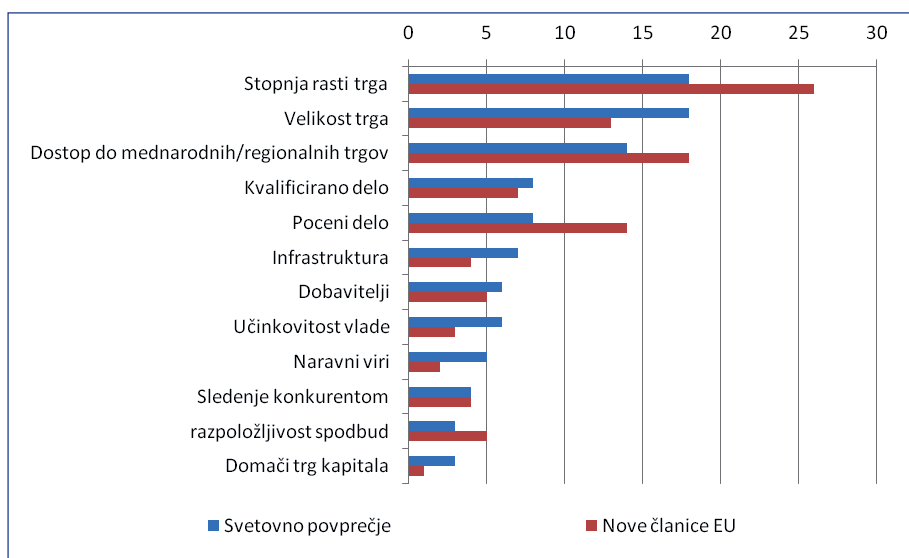
polovico razlik med državami OECD glede stanj vhodnih NTI razložimo z razlikami v glavnih ekonomskih (strukturnih oziroma tržnih) dejavnikih, preostalo slabo polovico pa z ekonomskopolitičnimi dejavniki (OECD 2003).

Različne mednarodne institucije, ki analizirajo privlačnost držav za vhodne NTI, bolj ali manj izhajajo iz zgornje opredelitve determinant prilivov NTI. Poglejmo nekaj tistih, ki se najpogosteje uporabljajo. *UNCTAD-ov indeks potenciala za vhodne NTI (Inward FDI Potential Index; UNCTAD 2004)* upošteva naslednje dejavnike: realna rast BDP, BDP na prebivalca, skupen izvoz (delež v BDP), telefonske linije (na 100 prebivalcev), mobilni telefoni (na 100 prebivalcev), poraba energije, izdatki za R&R (delež v BDP), študentje v terciarnem izobraževanju (% celotne populacije), deželno tveganje, izvoz naravnih virov (% svetovnega izvoza), uvoz delov elektronike in avtomobilov (% svetovnega uvoza), izvoz storitev (% svetovnega izvoza), stanje vhodnih NTI (% svetovnega stanja). *World Investment Prospect Survey (WIPS) 2008–2010* (UNCTAD 2008b), ki izhaja iz anketiranja največjih MNP, ugotavlja:

- Dostop do trga je daleč najpomembnejša lokacijska determinanta (50 % odgovorov, glej Sliko 8). Velikost trga (18 %) daje prednost velikim državam medtem ko stopnja rasti trga (18 %) daje prednost dinamično rastočim gospodarstvom. Kriterij dostop do mednarodnih in regionalnih trgov (14 %) je v prid manjšim in srednje velikim državam, ki ponujajo dostop do velikega regionalnega trga. Slika 5 jasno kaže, da sta v novih članicah EU nadpovprečno pomembna hitra rast trga (26 %) in dostop do trga EU (18 %).
- Tudi razpoložljivost in stroški dela so bili pogosto omenjani s strani anketiranih MNP (16 %). Tu gre za dva vidika. Prvi je dostop do kvalificiranega dela (8 %), drugi pa poceni delovna sila (8 %). Nove članice EU so nadpovprečno zanimive zaradi poceni dela (14 %), vendar tudi glede pomena dostopa do kvalificiranega dela ne zaostajajo veliko za svetovnim povprečjem (7 %).
- Tehnična kakovost poslovnega okolja se nanaša na infrastrukturo (7 % za svetovno povprečje in 4 % za nove članice EU), razpoložljivost dobaviteljev (6 % nasproti 5 %) in dostop do domačih trgov kapitala (3 % nasproti 1 %). Vsi ti kriteriji favorizirajo NTI v bolj razvite države.
- V zvezi s pravnim in administrativnim okoljem je očitno dobro znano dejstvo, da spodbude igrajo bolj obrobno vlogo (3 % v svetovnem povprečju in 5 % v novih članicah EU). Nasploš se zdijo tuji investitorji bolj občutljivi na učinkovitost vlade (6 % v svetovnem povprečju), pri čemer so nove članice EU manj privlačne (3 %).
- Dostop do naravnih virov in sledenje konkurentom se zdita manj pomembni determinanti NTI.
- *FDI Confidence Index* A.T. Kearneyja (2004: 4) našteva naslednje lokacijske dejavnike NTI: velikost trga, potencial rasti trga, dostop do izvoznih trgov, vladne spodbude, stroški proizvodnje/dela, infrastruktura, finančna/ekonomska stabilnost, gospodarske reforme, kakovost življenja, politična/socialna stabilnost, davčni sistem, prisotnost konkurentov, sofisticiranost potrošnikov,

razpoložljivost prevzemnih tarč, regulatorno okolje, kulturne ovire, transparentnost, pravna država, managerska nadarjenost in visoko izobražena delovna sila. Forbesov *Capital Hospitality Index* (<http://www.forbes.com/lists/>) pa poleg splošnih dejavnikov, kot so rast BDP, BDP na prebivalca, trgovinska bilanca, prebivalstvo in nezaposlenost, upošteva še naslednje dejavnike: svoboda trgovanja, monetarna svoboda, lastniške pravice, inovacije, tehnologija, birokracija, zaščita investorjev, korupcija, osebna svoboda, davčno breme in tržna uspešnost.

SLIKA 8: Lokacijski kriteriji za NTI po pomenu, svetovno povprečje in nove članice EU, 2008–2010 (% odgovorov anketiranih multinacionalnih podjetij)



Vir: UNCTAD (2008b: 38).

Kljub nekaterim razlikam med zgornjimi sistemi ocenjevanja dejavnikov privlačnosti lokacij za NTI se nabor dejavnikov, kot jih predlaga paradigma OLI, presenetljivo ujema z dejavniki, ki jih upoštevajo različni mednarodni sistemi ocenjevanja lokacij za NTI. Vedno je tu velikost in rast trga, vključno z možnostmi izvažanja, še posebej na regionalni trg, vedno so tu razpoložljivost, kakovost in stroški proizvodnih dejavnikov (človeški kapital, infrastruktura, tehnologija, nabavne verige, surovine itd.), vedno so tu različni elementi regulatornega in ekonomskopolitičnega okvira (davki, zunanja trgovina, ekonomska in politična stabilnost, politika konkurence, politika trga dela itd.) in vedno so tu različni dejavniki poslovnega okolja ter spodbujanja podjetništva (podjetniške spodbude, spodbude za NTI, administrativni stroški, korupcija, socialni standard, kakovost življenja itd.).

10 ZAKLJUČKI IN NEKAJ USMERITEV ZA EKONOMSKO POLITIKO

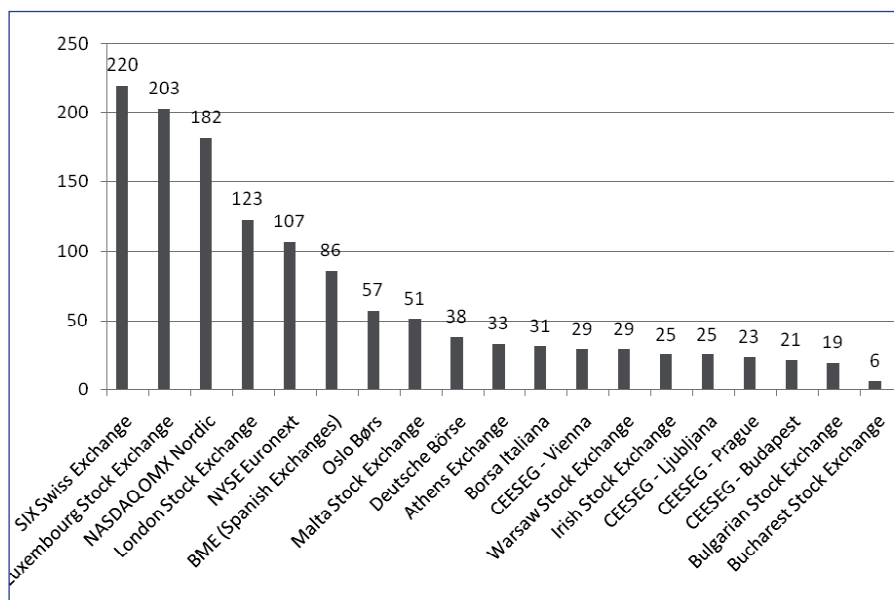
Osnovna značilnost kapitalskih prilivov v Slovenijo glede na nam primerljive države (nove države članice EU in stare države članice na podobni stopnji razvitosti kot Slovenija) je izrazita naslonjenost na dolžniške vire tujega kapitala, pri katerih so daleč najpomembnejši segment bančni krediti, in temu ustrezno nizek delež lastniških prilivov tujega kapitala v obliki NTI in PTI. To predvsem pomeni, da ne sorazmerno velik del tveganj, povezanih s temi tokovi – ki se na podjetniški ravni odražajo v neuspešnosti z njimi financiranih projektov, na makroekonomskem področju pa v krčenju mednarodnih tokov kapitala v času krize – nosimo sami.

V kriznem letu 2009 (podatki veljajo za prvih 10 mesecev) je znašal delež lastniških tujih investicij (NTI in lastniške PTI) v vseh kapitalskih prilivih v Slovenijo vsega 4 %. Tudi v prejšnjih letih je bil ta delež nizek. To potrjuje znano dejstvo o visoki stopnji dejanske zaprtosti Slovenije za lastniške tokove kapitala, za katere velja, da so običajno relativno stabilen vir kapitalskih prilivov oziroma da so relativno manj volatilni. V strukturi kapitalskih prilivov v Sloveniji tradicionalno prevladujejo dolžniške oblike kapitala. Do obdobja pred izbruhom krize je ta kapital prihajal predvsem v obliki bančnih kreditov, za katere velja, da so v krizah običajno najbolj volatilni. V Sloveniji se je to v sedanjí krizi jasno potrdilo, saj je po obdobju zelo velikih neto prilivov iz bančnih kreditov v letu 2009 prišlo do velikega odliva te oblike dolžniškega kapitala (kreditne linije se niso obnavljaje, kar je pomenilo obvezne vrnitve zapadlih kreditov). Bančne kredite je v tem letu zamenjala druga oblika dolžniškega financiranja, to je zadolževanje države v obliki izdaje dolžniških PTI (obveznic). Večji delež lastniških oblik kapitala, to je NTI in lastniških PTI, v strukturi naših obveznosti do tujine bi v času krize pomenil, da bi se nam v bilanci stanja mednarodnih naložb zmanjševale ne samo terjatve, temveč tudi obveznosti.

PTI. Na podjetniški ravni se pretežna naslonitev na dolžniške vire tujega kapitala odraža predvsem v tem, da slovenska podjetja uporabljajo PTI kot vir financiranja svojih dejavnosti v zelo majhnem obsegu. To najbrž dolgoročno ni normalno stanje, zato je smiselno ustvarjati razmere, v katerih bodo podjetja lahko v večji meri uporabljala tudi ta način financiranja. Med notranjimi dejavniki za pritegnitev tujih PTI, na katere vplivamo sami, so najpomembnejši tisti, ki so tudi sicer splošnega pomena za dobro delovanje gospodarstva – hitro rastoče, stabilno in odprto gospodarstvo z jasnim institucionalnim okvirom ter učinkovito pravno državo je najboljša politika za pritegnitev večjega obsega PTI.

Z izjemo majhnega trga Slovenija glede osnovnih gospodarskih parametrov, ki opredeljujejo tokove PTI, nikakor ne zaostaja za drugimi državami. S prevzemom pravil EU in evra kot nacionalne valute so se močno zmanjšala vsa tveganja, povezana z institucionalno ureditvijo, valutna tveganja so bila odpravljena, mednarodna boniteta države se je izboljšala, saj smo jasno dokazali tudi vsem zunanjim investitorjem, da izpolnjujemo zahtevne politične, strukturne in ekonomske pogoje za prevzem evra. Dolgoročno gledano, ima Slovenija relativno visoko in stabilno gospodarsko rast, relativno visok BDP *per capita*, zmerne javnofinančne primanjkljaje, gospodarstvo je precej odprto, formalnih omejitev za kapitalske tokove nimamo, deželno tveganje in bonitetne ocene so solidne. Seveda se v krizi vsi ti parametri poslabšajo, toda to velja tudi za druge države. Kje so torej specifične pomanjkljivosti, zaradi katerih ima Slovenija tako malo PTI? Na prvem mestu je vsekakor nizka delniška kultura na ravni podjetij in posledično majhen, nerazvit in nelikviden domači trg kapitala.

SLIKA 9: Velikost trga na podlagi tržne kapitalizacije v BDP, konec 2009 (v %)

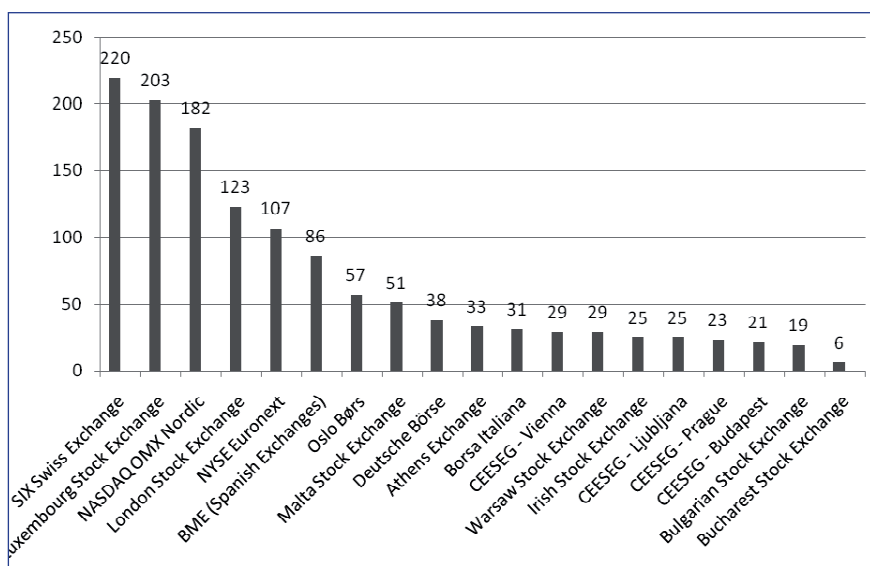


Vir: EUROSTAT, FESE.

Domača podjetja večinoma obvladujejo veliki delničarji v povezavi z državo, ki z delnicami podjetij aktivno ne trgujejo, temveč izvajajo nadzor prek organov upravljanja. Dodatni lastniški viri financiranja se iščejo predvsem v tem zaprtem krogu velikih lastnikov, ponudb novih delnic ali obveznic za širši krog investitorjev pa skoraj ni. V tesni povezavi s tem zaprtim sistemom financiranja podjetij je tudi nepregledno korporacijsko upravljanje podjetij s strani velikih lastnikov, ki večkrat poteka tudi v nasprotju z interesi manjših finančnih investitorjev. Seveda

tudi uprave podjetij nosijo del krivde za majhno vlogo institucionalnih lastnikov na sploh in še posebej tistih iz tujine. Slabo komuniciranje z investitorji in analitiki iz tujine, slaba kakovost ter preglednost obveščanja in finančnega poročanja, odsotnost jasnih strategij razvoja so dejavniki, ki preprečujejo večje zanimanje tujih portfeljskih investorjev v številnih domačih delniških družbah. Osnovni problem večjega obsega PTI je torej, da v Sloveniji manjka primernih nakupnih priložnosti tako z vidika velikosti in kakovosti izdajateljcev kot tudi z vidika likvidnosti vrednostnih papirjev.

SLIKA 10: Likvidnost trga na podlagi obrata tržne kapitalizacije domačih delnic, 2009 (v %)



Vir: FESE.

Močne in razvejane baze domačih institucionalnih investorjev v Sloveniji ni, ta pa je ključna tudi za vstop tujih investorjev. Pomembni domači paradržavni skladi in zasebne holdinške družbe se ukvarjajo z upravljanjem podjetij, ne pa z upravljanjem portfelja vrednostnih papirjev. Domači pokojninski skladi so naloženi predvsem v državne obveznice in bančne depozite, ne pa v vrednostne papirje podjetij. Vzajemni skladi pa po odpravi omejitev sveža sredstva v veliki meri investirajo v tuje vrednostne papirje. Prebivalstvo je s privatizacijo pridobilo domače delnice in išče predvsem možnosti za razpršitev naložb v tujini. Pri tem ne smemo podcenjevati dejstva, da želijo tuji institucionalni investitorji imeti možnost hitrega izstopa iz svojih naložb ob nizkih transakcijskih stroških. Nelikvidnih trgov se zato izogibajo, saj vsak večji nakup ali prodaja povzroči spremembo cene vrednostnih papirjev v njihovo škodo. Podatki evropskega združenja borz (FESE) jasno kažejo, da smo po tržni kapitalizaciji še primerljivi z drugimi, po obratu tržne kapitalizacije pa zaostajamo in slovenski trg kapitala je veliko manj

likviden kot primerljivi trgi v EU. Trg brez trgovanja pa ni pravi delujoči trg. Tujih finančnih investorjev torej ne zanima nadzor nad slovenskimi podjetji, vendar so po drugi strani transparentnost poslovanja, zaščita finančnih investorjev in likvidnost kapitalskega trga predpogoji, da se država sploh uvrsti kot destinacija na njihov investicijski zemljevid.

Morda so prav težave s prezadolženostjo slovenskih podjetij, ki so se pokazale v krizi, tista spodbuda, ki smo jo na ravni podjetij potrebovali za spremenjen odnos do financiranja prek trga kapitala? Če strnjeno povzamemo, delniška kultura slovenskih podjetij je še vedno relativno nizka, saj trg kapitala ni pomemben vir dodatnega financiranja. Če k temu dodamo še splošen negativen odnos do vseh oblik vlaganj iz tujine, ki je značilen za Slovenijo že od začetka tranzicije, in ne-likvidnost trga zaradi odsotnosti aktivnih domačih institucionalnih upravljavcev naložb, potem ni presenečenje, da je delež tujih investorjev v trgovanju na trgu kapitala nižji kot na drugih primerljivih trgih v EU. Na Ljubljanski borzi tujci opravijo približno 20 % prometa, na ostalih borzah v srednjeevropski skupini borz (Dunaj, Budimpešta, Praga) pa imajo več kot polovičen delež.

Ostali problemi, ki povzročajo skromen obseg PTI v slovenska podjetja, pri katerih bi se lahko v večji meri angažirali tudi država in ekonomska politika, pa so naslednji:

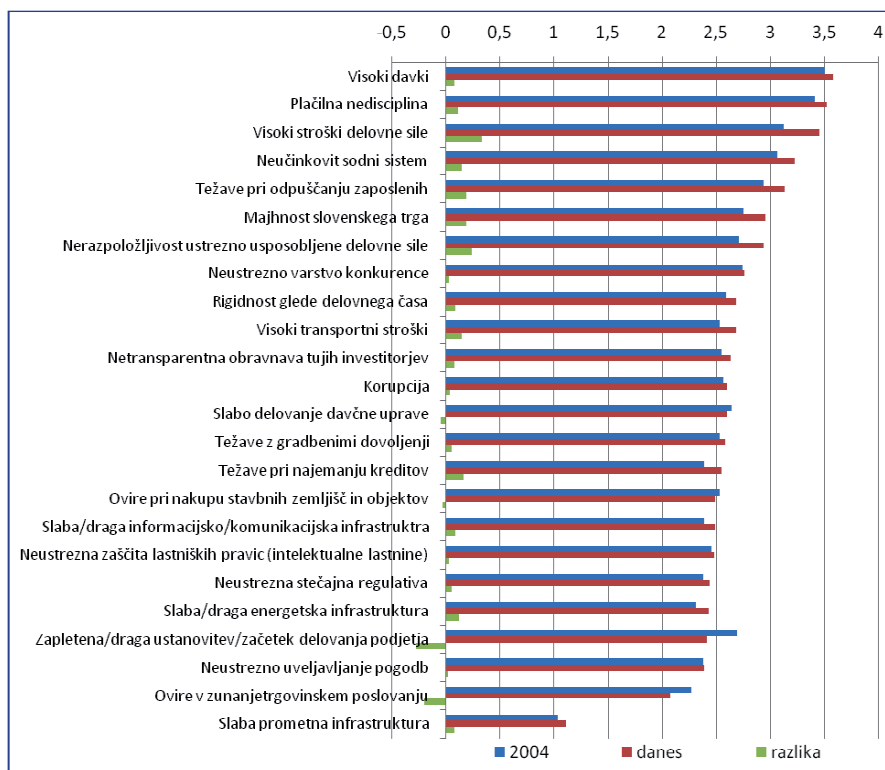
- Nedelovanje pravne države v smislu neučinkovite implementacije zakonov, še posebej na trgu kapitala, vključno s prevzemno zakonodajo.
- Pomanjkljivi predpisi, ki urejajo finančni trg, slaba zaščita lastniških pravic, še posebej izrazito slaba in neučinkovita zaščita malih delničarjev ter institucionalnih finančnih investorjev in problematično korporacijsko upravljanje podjetij.
- Nedokončano lastninjenje podjetij ter netransparentna lastniška in upravljavška vloga države v podjetjih, kar vse preprečuje večjo aktivnost portfeljskih investorjev. Ti se ne podajajo v netransparentne zgodbe, obstoječi lastniki podjetij – tako država kot pretendenti na kontrolne lastniške deleže – pa eksplicitno zavirajo dokapitalizacijo in udeležbo novih investorjev. Država bi morala postati zgled drugim velikim delničarjem glede spoštovanja pravic manjših domačih in tujih finančnih investorjev. V sedanjih razmerah je država kot solastnik z vidika korporacijskega upravljanja del problema, in ne del rešitve.
- Nezaupljiv odnos ekonomske politike do domačega kapitalskega trga kot prostora za manipulacije z cenami in špekulacije ter izrazita podpora »bančno« usmerjenemu domačemu finančnemu sistemu.
- Davčno neprijazno okolje oziroma zapleteno obdavčenje portfeljskih tujih investorjev.
- Nacionalne posebnosti pri imetništvu delnic, skrbniških storitvah, trgovanju in poravnavi poslov na trgu kapitala, ki niso v skladu z uveljavljeno mednarodno poslovno prakso in se jim tuji investitorji najraje izognejo s preusmeritvijo svojih naložb drugam.

NTI. Analize in podatki za Slovenijo kažejo, da: (i) NTI oziroma podjetja s tujim kapitalom pozitivno prispevajo k prestrukturiranju in razvoju slovenskega

gospodarstva, (ii) je pomen NTI za slovensko gospodarstvo v primerjavi z državami, s katerimi nas bo povezoval notranji trg EU in skupna pravila delovanja na tem trgu (države članice EU in države kandidatke za članstvo), relativno majhen, (iii) je Slovenija glede na svoje možnosti precej neučinkovita v pritegoivanju NTI. Kje so razlogi?

Primerjava Slovenije z drugimi državami EU kaže, da problem Slovenije niso toliko osnovni strukturni ali tržni dejavniki privlačnosti države za NTI (velikost trga, cena in kakovost proizvodnih dejavnikov), saj se tu po UNCTAD-ovi oceni potencialov za pritegnitev NTI uvrščamo precej visoko (UNCTAD 2009). Naš problem je v regulatornem in ekonomskopolitičnem okviru oziroma v slabi investicijski klimi. Podatki Svetovne banke (World Bank 2009) kažejo, da se Slovenija glede na povprečje EU v elementih poslovne klime najslabše uvršča pri prekomejnem trgovanju, najemanju kreditov, uveljavljanju pogodb, registraciji lastništva in zaposlovanju. To so najbrž tista področja, na katerih bi ekonomska politika v prihodnjih letih za izboljšanje investicijske klime v Sloveniji lahko naredila največ.

SLIKA 11: Pomembnost posameznih ovir za tuje investitorje v Sloveniji leta 2004 in danes; povprečna ocena pomena posamezne ovire*



Vir: Jaklič, Burger in Rojec (2010).

* Povprečna ocena je izračunana iz ocen anketiranih podjetij, ki so pomen vsake posamezne ovire ocenjevala po naslednji lestvici: 1 = nepomembno, 2 = manj pomembno, 3 = pomembno, 4 = zelo pomembno, 5 = ključno.

Podobno sliko kažejo tudi rezultati ankete med podjetji s tujim kapitalom v Sloveniji (Jaklič, Burger in Rojec 2010). Tuji investitorji kot glavne ovire za investiranje oziroma za svoje poslovanje v Sloveniji vidijo v visokih davkih, plačilni nedisciplini, visokih stroških delovne sile, neučinkovitem sodnem sistemu, težavami pri odpuščanju zaposlenih, majhnosti slovenskega trga in nerazpoložljivosti ustrezno usposobljene delovne sile. Slika, ki izhaja iz ocen anketiranih podjetij o ovirah za njihovo delovanje v Sloveniji, kaže, da bo majhnost slovenskega trga vedno objektivna danost, ki bo ovirala večji priliv NTI v Slovenijo. Tudi visoki stroški delovne sile so v določeni meri objektivna danost, zato Slovenija nikoli ne bo zanimiva za delovno intenzivne NTI, česar si niti ne želimo. Velika večina drugih najpomembnejših ovir pa je v domeni ekonomskega sistema in politike, tako da načeloma ne bi smelo biti ovir za njihovo zmanjševanje. Seveda pa ti dejavniki niso težava le za podjetja s tujim kapitalom, temveč tudi za domača podjetja.

VIRI IN LITERATURA

- Aggarwal, R., L. Klapper in P. D. Wysocki (2005) Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. *Journal of Banking and Finance* 29 (12): 2919–46.
- Ahlquist, J. S. (2006) Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries. *International Studies Quarterly* 50: 681–704.
- Amaya, C. A. G. in P. Rowland (2004) *Determinants of Investment Flows into Emerging Markets*. Borradores de Economía 313, Banco de la Republica. Dostopno na: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra313.pdf>.
- A.T. Kearney (1998) *FDI Confidence Index*. Global Business Policy Council. Alexandria, USA.
- A.T. Kearney (2004) *FDI Confidence Index*. Global Business Policy Council. Alexandria, USA.
- Baek, I.M. (2006) Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment? *Journal of Asian Economics* 17 (2): 363–73.
- Banka Slovenije (različne izdaje) *Bilten*. Ljubljana.
- Banka Slovenije (2005) *Bilten* 15 (9). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2008) *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana.
- Banka Slovenije (2009a) *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana.
- Banka Slovenije (2009b) *Bilten* 18 (10). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2009c) *Ekonomski odnosi s tujino* (julij). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2009č) *Bilten* 18 (12). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2009d) *Ekonomski odnosi s tujino* (december). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2009e) *Stabilnost slovenskega bančnega sistema* (december). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2010a) *Bilten* 19 (10). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2010b) *Ekonomski odnosi s tujino* (junij). Ljubljana.
- Banka Slovenije (2010c) *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana.
- BIS (2009) *Capital flows and emerging market economies*. CGFS (Committee on the Global Financial System) Paper 33. Basel: Bank for International Settlements.
- Black, B. in R. Gilson (1998) Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47 (3): 243–77.
- Bosworth, B. in S. Collins (1999) Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings papers on Economic Activity* 0 (1): 143–69.
- Brennan, C. (1997) International Portfolio Investments Flows. *The Journal of Finance* 52 (5): 1851–80.
- Broto, C., J. Díaz-Cassou in A. Erce-Domínguez (2008) Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries. *Banco de España Working Paper* 0817. Madrid.
- Business International, Creditanstalt (1992) *1992 East European Investment Survey*. Dunaj.

- Calderon, C., N. Loayza in L. Servén (2003) *Do Capital Flows Respond to Risk and Return?*. The World Bank, Policy Research Working Paper 3059.
- Calvo, G. A., L. Leiderman in C. M. Reinhart (1993) Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. *IMF Staff Papers* 40 (1): 108–51.
- Calvo, G. A., L. Leiderman in C. M. Reinhart (1994) *Inflows of Capitals to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects*. IADB working papers 302. Inter-American Development Bank.
- Calvo, G. A., L. Leiderman in C. M. Reinhart (1996) Inflows of Capital to Developing Countries in 1990s: Causes and Effects. *Journal of Economic Perspectives* 10: 123–9.
- Cao, X. (2008) *Domestic Economic Policies, Cross-Border Information Asymmetries, and Transnational Portfolio Investments*. Mimeo. Niehaus Center for Globalization and Governance, Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, Princeton University; Department of Government, University of Essex.
- Chuhan, P., C. A. Claessens in N. Mamingi (1993) *Equity and Bonds Flows to Asia and Latin America: the role of global and country factors*. The World Bank, International Economics Department. Policy Research Working Paper Series 1160.
- Claessens, S., M. Dooley in A. Warner (1995) Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? *World Bank Economic Review* 9 (1): 153–74.
- Claessens, S., D. Oks in R. Polastri (1998) *Capital Flows to Central and Eastern Europe and Former Soviet Union*. World Bank 11/4/98.
- Damijan, J. P., A. Jaklič in M. Rojec (2005) Do External Knowledge Spillovers Induce Firms' Innovations? Evidence from Slovenia. *Workshop on Multinationals, Clusters and Innovation: Does Public Policy Matter?*. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Amarante, 29.–30. april.
- Damijan, J. P., M. Knell, B. Majcen in M. Rojec (2003) *Technology Transfer through FDI in Top-10 Transition Countries: How Important are Direct effects, Horizontal and Vertical Spillovers*. William Davidson Working Paper 549. Ann Arbor: The William Davidson Institute at the University of Michigan Business School.
- Damijan, J. P. in B. Majcen (2001) *Transfer of Technology through FDI and Trade, Spillover Effects, and Recovery of Slovenian Manufacturing Firms*. Ljubljana: Institute for Economic Research. Mimeo.
- Damijan, J. P. in M. Rojec (2004) *Foreign direct investment and the catching-up process in new EU member states: is there a flying geese pattern?* WIIW Research Reports 310. Wien: Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche.
- Damijan, J. P., M. Rojec, B. Majcen in M. Knell (2008) *Impact of Firm Heterogeneity on Direct and Spillover Effects of FDI: Micro Evidence from Ten Transition Countries*. LICOS Discussion Paper Series, Discussion paper 218/2008. Leuven: LICOS Centre for Institutions and Economic Performance.
- Dobson, W. in G. C. Hufbauer (2001) *World capital markets: challenge to the G10*. Peterson Institute for International Economics (junij).
- Dunning, J. H. (1993) *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Wokingham: Addison-Wesley.
- Dunning, J. H. (2001) Assessing the Costs and Benefits of Foreign Direct Investment: Some Theoretical Considerations. V P. Artisien Maksimenko in M. Rojec (ur.) *Foreign Investment and Privatization in Eastern Europe*. Houndmills, Basingstoke: Palgrave.
- EBRD (različne izdaje) *Transition Report*. London: European Bank for Reconstruction and Development.

- Felices, G. in B.-E. Orskaug (2008) *Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: a maximum likelihood disequilibrium approach*. Working Paper 354. London: Bank of England.
- Felices, G., G. Hoggarth in V. Madouros (2008) Capital inflows into EMEs since the millennium: risks and the potential impact of a reversal. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1. London.
- Fernandez-Arias, E. (1994) *The new wave of Private Capital Inflows. Push or Pull?*. The World Bank, International Economics Department, Policy Research Working Paper 1312.
- Ferrucci, G. (2004) Understanding capital flows to emerging market economies. *Financial Stability Review* (junij): 89–97.
- FESE (2008) *Share Ownership Structure in Europe*. Federation of European Securities Exchanges.
- Forbes (2009) *Capital Hospitality Index*. Dostopno na: <http://www.forbes.com/lists/>.
- French, K. in J. Poterba (1991) Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review* 81: 222–6.
- Froot, K., P. O'Connell in M. Seasholes (2000) *The Portfolio Flows of International Investors*. Mimeo, FDO Partners. Dostopno na: <http://www.fdropartners.com>.
- Garibaldi, P., N. Mora, R. Sahay in J. Zettlemeyer (2001) *What Moves Capital to Transition Economies?*. IMF Staff Papers 48 (posebna izdaja).
- Groh, A. P., H. Von Liechtenstein in K. Lieser (2008) *The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index(es)*. Working Paper WP-773, IESE Business Scholl, University of Navarra.
- Hecht, Y., A. Razin in N. Gad Shinar (2004) Interactions between Capital Inflows and Domestic Investment: Israel and Developing Economies. *Israel Economic Review* 2 (2): 1–14.
- Hernandez, R. (1995) *Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: Is Generalized Reversal Likely?* The World Bank, International Economics Department, Policy Research Working Paper 1518.
- Hernandez, L., P. Mellado in R.O. Valdes (2001) *Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is there Evidence of Contagion?* IMF Working Paper WP/01/64.
- Hunya, G., ur. (2000) *Integration through Foreign Direct Investment*. Cheltenham: Edward Elgar.
- IMF (1999) *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2009a) *World Economic Outlook* (oktober). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2009b) *Global Financial Stability Report* (oktober). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kinda, T. (2007) *Increasing Private Capital Flows to Developing Countries: The Role of Physical and Financial Infrastructure*. Mimeo, CERDI-CNRS, Universite d'Auvergne.
- Kleindienst, R. (2000) *Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva? Okrogla miza na temo Vloga tujcev na slovenskem finančnem trgu in v slovenskem gospodarstvu*, 10. april, Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije.
- Köke, F. J. (1999) *Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers*. ZEW Discussion paper 99.37. Mannheim: Center for European Economic Research.

- Konings, J. (2001) The effects of FDI on domestic firms. *Economics of Transition* 9 (5): 619–33.
- Kouri, P. (1974) International Capital Flows and Portfolio Equilibrium. *The Journal of Political Economy* 82 (3): 443–67.
- Kraay, A., N. Loayza, L. Servén in J. Ventura (2000) *Country Portfolios*. NBER Working Paper Series, Working Paper 7795.
- Kreicher (1981) International Portfolio Capital Flows and Real Rates of Interest. *The Review of Economics and Statistics* (63): 1, 20–8.
- Levchenko, A. in P. Mauro (2007) Do some form of financial flows help protect against 'sudden stops'? *World Bank Economic Review* 21 (3).
- Lozovyi, O. in A. Kudina (2007) *The Determinants of Portfolio Flows into the CIS Countries*. CASE studies and analyses. Warsaw: CASE.
- Majcen, B., M. Rojec, A. Jaklič in S. Radošević (2004) **Functional Upgrading and Productivity Growth in Foreign Subsidiaries in the Slovenian Manufacturing Sector**. 8th EACES Conference »EU Enlargement – What Comes After 2004?«. Belgrade: Faculty of Economics, 23.–25. september: 120–1.
- Mandilaras, A. in H. Popper (2009) Capital Flows, Capitalization, and Openness in Emerging East Asian Economies. *Review of International Economics* 17 (4): 734–50.
- Martin, P. in H. Rey (2001) Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade. Mimeo, Princeton University. Dostopno na: <http://www.princeton.edu>.
- Masten, I. (2010) *Finančna stabilnost v Sloveniji in uravnotežen razvoj finančnega sistema: Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, Raziskovalno poročilo*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
- Meyer, K. (1998) *Direct Investment in Economies in Transition: Making Central European Industries Competitive*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Miller, C. N. in M. Whitman (1970) A Mean-Variance Analysis of United States Long-Term Portfolio Foreign Investments. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (2): 175–96.
- Montiel, P. in C. M. Reinhart (1999) Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from 1990s. *Journal of International Money and Finance* 18 (4): 619–35.
- Mrak, M. (2002) *Mednarodne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- OECD (2002) *Foreign Direct Investment for Development*. Pariz: Organisation for Economic Cooperation and Development.
- OECD (2003) *Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies*. Pariz: Organisation for Economic Cooperation and Development.
- Portes, R. (1999) *The Determinants of Cross-Border Equity Flows*. NBER Working Paper Series, Working Paper 7336.
- Rojec, M., J. P. Damijan in B. Majcen (2000) Export Propensity of Foreign Subsidiaries in Slovenian Manufacturing Industry. *Globalisation and European Integration*. 6th EACES Conference, Barcelona, 7.–9. september. Mimeo.
- Rojec, M., T. Redek in Č. Kostevc (2007) Domet in možni elementi politike aktivnega spodbujanja tujih neposrednih investicij v Sloveniji. *Delovni zvezek* 16 (5). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
- Rojec, M. in J. Šušteršič (2002) Razvojna vloga in politika do neposrednih tujih investicij v Sloveniji. *IB revija* 36 (1): 78–94.
- Salis, S. (2006) *Evaluating the Causal Effect of Foreign Acquisition on Domestic Performances: The Case of Slovenian Manufacturing Firms*. Cagliari: University of Cagliari. Mimeo.

- Stanovnik, P. in M. Rojec, ur. (2004) *Strokovne podlage za izdelavo programa Vlade RS za spodbujanje neposrednih tujih investicij*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja. Mimeo.
- Takeda, H. (2006) *The Determinants of Equity Investment from Japan to East Asian Countries*. Working Paper Series 2005-11. The University of Kitakyushu.
- Taylor, S. (1997) Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants. *The World Bank Economic Review* 11 (3): 451–70.
- Tesar, L. in I. Werner (1995) Home Bias and High Turnover. *Journal of International Money and Finance* 14 (4): 467–92.
- Thanyakhan, S. (2008) *The Determinants of FDI and FPI in Thailand: A Gravity Model Analysis*, PhD Thesis. Lincoln University.
- UMAR (2010) *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2010*. Ljubljana.
- UNCTAD (1998) *World Investment Report 1998*. Geneva.
- UNCTAD (1999a) *Foreign Portfolio Investment (FPI) and Foreign Direct Investment (FDI): Characteristics, similarities, complementarities and differences, policy implications and policy development*. TD/B/COM.2/EM.6/2 and Corr. 1. Geneva: United Nations.
- UNCTAD (1999b) *World Investment Report 1999*. Geneva.
- UNCTAD (2001) *World Investment Report 2001*. Geneva.
- UNCTAD (2004) *World Investment Report 2004*. Geneva.
- UNCTAD (2006) *World Investment Report 2006*. Geneva.
- UNCTAD (2007) *World Investment Report 2007*. Geneva.
- UNCTAD (2008a) *World Investment Report 2008*. Geneva.
- UNCTAD (2008b) *World Investment Prospects Survey 2008–2010 (WIPS 2008–2010)*. Geneva.
- UNCTAD (2009) *World Investment Report 2009*. Geneva.
- UNCTAD Division on Transnational Corporations (1996) *Transnational Corporations and World Development*. London: International Thomson Business Press.
- Vujović, D. (2007) Institucionalne pretpostavke inostranih portfolio investicija. *Ekonomika preduzeća* 55 (1–2): 36–45.
- World Bank (1997) *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*. New York: Oxford University Press.
- World Bank (2009) *Doing Business 2010 – Slovenia*. Washington, D.C. Dostopno na: <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/slovenia>.

STVARNO IN IMENSKO KAZALO

A

Aggarwal, R., L. · 72, 73

Ahlquist, J.S. · 71

B

Banka Slovenije · 16, 19

Borzni balon · 11, 26

Bosworth, B. · 50

Broto, C. · 24

C

Calderon C. · 66

Calvo, G.A. · 68

Cao, X. · 66, 71

Claessens, S. · 25, 68, 69

Collins, S. · 50

D

Damijan, J.P. · 51, 52

Derivati · 27

Determinante prilivov NTI · 77, 78

Determinante prilivov PTI · 65, 66

Devizni tečaj · 15, 16, 19, 72, 74

Dezinvestiranje · 17, 25, 31, 36

Dobson, W. · 25

Dolžniške PTI · 35, 44

Domači (vlečni – *pull*) dejavniki kapital-
skih tokov · 65, 67

Državna boniteta · 42, 82

Državno tveganje (*sovereign risk*) · 41

Dunning, J.H. · 51, 77

E

ERM 2 · 16, 19, 20

Evropski sporazum · 16, 34

F

Felices, G. · 24, 25

Fernandez-Arias · 69

Ferrucci, G. · 70

Finančna in gospodarska kriza · 11, 12, 17,
25

Finančne inovacije · 27

French, K. · 66

Froot, K. · 70

G

Garibaldi, M. · 68, 73

Globalizacija · 65

Gravitacijski model · 66, 74

Groh, A.P. · 76

H

Hecht, Y. · 50

Hernandez, R. · 68

Hufbauer, G.C. · 25

Hunya, G. · 51

I

Investicijska klima · 27, 74, 77, 85

J

Jaklič, A. · 52, 85, 86

K

Kinda, T. · 70

Kleindienst, R. · 25, 26, 27

Knell, M. · 51, 52

Komercialni krediti · 37, 38, 53

Koncept plačilne bilance · 13, 24

Konings, J. · 51

Kouri · 66

Kraay, A. · 66

Kreicher · 66

L

Lastniške PTI · 16, 34

Levchenko, A. · 25

Liberalizacija · 16, 73

Lozovyi, O. · 68

M

Majcen, B. · 51, 52
 Mandilaras, A. · 70
 Martin, P. · 70
 Masten, I. · 46
 Mednarodna finančna integracija · 46
 Mednarodne denarne rezerve države · 13, 19, 59, 60
 Mednarodne naložbe Slovenije · 42
 Meyer, K. · 51, 77
 Miller, C.N. · 66
 Montiel, P. · 69
 Mrak, M. · 13

N

Nacionalni interes · 16
 Neposredne tuje investicije, NTI · 12, 14, 25, 31

O

OECD, Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj · 65, 77
 OLI Paradigma · 77, 79
 Orskaug, B.E. · 25

P

Plačilnobilančna teorija · 66
 Porajajoča se gospodarstva (*Emerging economies*) · 24
 Porter · 66
 Portes · 66
 Portfeljske tuje investicije (PTI) · 12, 14, 32
 Portfeljski investitor · 47, 50
 Posojila · 14, 26, 37

Poterba, J. · 66

Privatizacija · 15, 73

R

Radošević, S. · 52
 Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem · 44, 53, 55
 Reinhart, C.M. · 69
 Rey · 66
 Rojec, M. · 51, 52, 77, 85, 86

S

Sarno · 69
 Stanovnik, P. · 52

Š

Šušteršič, J. · 52

T

Takeda, H. · 70
 Taylor · 69
 Tekoči račun plačilne bilance · 19, 20
 Teorija optimalnega portfelja · 66
 Teorija 'unholy trinity' · 16
 Tesar, L. · 66
 Thanyakhan, S. · 74, 75
 Tranzicija · 11, 15, 32, 62, 69

V

Vujović, D. · 26, 27, 51

Z

Zunanji (potisni – *push*) dejavniki kapital-
 skih tokov · 65, 67