

FRANJO ŠTIBLAR

Financiranje investicij z zadolževanjem v tujini

(Primerjava ZSSR in SFRJ)

V reformskih razmerah iščejo socialistična podjetja vse bolj zunanje vire za investiranje. Čeprav je ob določenih pogojih takšno financiranje zaželeno ali ima celo prednosti pred nekaterimi drugimi oblikami financiranja (zlasti če z uvajanjem novega znanja, managementa oziroma podjetništva prispevajo k učinkovitosti gospodarjenja, enako tudi z razpršitvijo materialne odgovornosti – tveganja za uspeh investicijskega projekta), pa vendar velja biti pri tem previden. V sistemsko neusklajenih razmerah (odgovornost podjetja, ki se zadolži, za odplačevanje dolga) se lahko kaj hitro zabrede v zagate (pre)zadolženosti tako na mikro kakor v skrajni posledici na makro ravni. Jugoslavija je klasičen primer za to, ki mu ne gre slediti.

Neposredno investiranje, ki najprej terja notranjo učinkovitost gospodarjenja, delno pa mu lahko tudi samo pomaga, je videti kot sprejemljivo pridobivanje zunanjih sredstev, vendar tudi to v plačilno-bilančnih mejah.

V tem kratkem prispevku, bolj v obliki tez, je obdelana omenjena problematika. Najprej je prikazana stopnja zadolženosti obeh obravnavanih držav kot makro-ekonomski okvir možnosti zunanjega financiranja investicij podjetij. Sledi ugotovitev, da je prvi pogoj za gospodarsko rast povečanje učinkovitosti in ne obsega investiranja (kot je bila to premisa socialističnih držav v preteklosti). Na koncu so podana opozorila na nekatere nevarnosti kreditnega zadolževanja v tujini, če je to čezmerno. Sklepna ugotovitev pa je, da bo zunanje zadolževanje v prihodnosti še večji problem socialističnih držav, kakor je danes.

1. Stopnja zadolženosti gospodarstva kot makro-ekonomski okvir možnosti zunanjega financiranja podjetij

Absolutni dolg ZSSR je večji kot jugoslovanski, toda stopnja zadolženosti Jugoslavije (na prebivalca, izvoz, družbeni proizvod oziroma koeficienti servisiranja dolgov) je občutno višja. Zaradi poglobljanja zadolženosti ZSSR v drugi polovici osemdesetih let se čedalje bolj približuje jugoslovanskemu.

Tabela: Stanje dolgov in stopnja zadolženosti ZSSR in SFRJ v 1988

Indikator	ZSSR	SFRJ
Dolg bruto (milijarde USD)	38,8	20,4
Dolg neto (milijarde USD)	24,5	15,8
Neto dolg/konvertibilni izvoz v %	87	219/136*
Dolg/družbeni proizvod v %	1,6	37,1
Dolg na prebivalca v USD	138	868
Anuiteta dolga/konv. izvoz v %	19	40/26*
% dolga do BIS bank nasproti skupnemu dolgu	85	44

* Neblagovni del konvertibilne plačilne bilance za SFRJ zmanjša koeficiente zadolženosti skoraj za polovico, v ZSSR pa je manj pomemben.

Nižja stopnja zadolženosti ZSSR ob večjem deležu kreditov poslovnih bank vzbuja večjo pripravljenost (ponudbo) zasebnih finančnih sredstev Zahoda za ZSSR kakor za SFRJ, za katero je v osemdesetih letih svetovni finančni trg praktično zaprt (kriza zadolženosti SFRJ se je razkrila zlasti v letih 1982 in 1987, cena dolgov na sekundarnih trgih pa je okrog 50% nominalne vrednosti).

Naša država skuša šele od leta 1988 bolj odločno pritegniti z novo zakonodajo tuji kapital (sicer zakonodaja to dovoljuje že od leta 1967, a manj privlačno) v obliki neposrednih investicij namesto v kreditni obliki. Obe državi sta v letu 1988 eliminirali zahteve za nad 50% z lastnih deležev v skupnih projektih. Za prihodnja leta napovedujejo veliko pripravljenost zahodnega kapitala za investiranje v ZSSR, zelo majhno pa za investiranje v SFRJ (odvisno tudi od razvoja političnih razmer).

2. Prvi pogoj gospodarske rasti je večja učinkovitost investiranja, ne pa obseg investicij

Zunanji krediti so samo eden izmed možnih zunanjih virov za investicije v podjetju (drugi so lastna akumulacija, primarna akumulacija in redistribucija, posojilo, inflacija in deficitarno financiranje nasploh). Socialistični sistemi so se motili, ko so menili, da bodo z velikim investiranjem ne oziraje se na njihovo učinkovitost prehiteli v gospodarski rasti kapitalistične države (znana ugotovitev Mauricea Dobba). Gospodarske reforme v socialističnih državah pomenijo danes priznanje, da so se zmotile v svoji naravnosti k hitrejšemu razvoju prvega oddelka, ki vodi v konflikt rasti med načrtovalci in prebivalstvom (Bajt, 1979). Če niso problem sredstva, marveč predvsem njihovo učinkovitejšo vlaganje, se sprašujemo, kateri izmed načinov prispeva k takšnemu povečanju učinkovitosti.

Samo pridobivanje tujega kapitala (v obliki kreditiranih sredstev za proizvodnjo) kot enega izmed relevantnih primarnih proizvodnih dejavnikov ne zagotavlja željenega povečanja učinkovitosti investiranja, če z njim ne pridobimo še nekega drugega dejavnika, predvsem znanja in podjetništva, ki najbolj primanjkujeja socialističnim gospodarstvom. Zato je neposredno investiranje tujcev v državo boljša rešitev kot najemanje kreditov. Tako namreč prevzemajo del tveganja in materialne odgovornosti za uspeh investicijskega projekta, to pa pripravi tujce k temu, da uvajajo v projekt svoj management, znanje in podjetništvo.

Kako malo je bilo doslej storjenega v tej smeri, razkriva dejstvo, da je bilo do zdaj le približno 550 »joint ventures« zahodnih držav s SFRJ in samo 350 z vzhod-

noevropskimi državami. Poprečna vrednost tujega deleža je bila samo 2 milijona USD (vsi podatki EEC OZN, Ženeva). Ob tem pa izkušnje tujih vlagateljev opozarjajo na problem kompleksnosti naložb, krhkosti in prehodnosti pravne ureditve, pomanjkljivega zakonskega varstva itd.

Samo mimogrede, kot pripombo naj navržemo, da s stališča konjunkturalnih nihanj za podjetje ni optimalno povsem eksterno financiranje (Ribnikar, 1984), s stališča mikro motivacije delavcev pa bi bila lahko tudi njihova udeležba z vrednostnimi papirji pri delu sredstev podjetja pozitivna (ker pomeni razporeditev materialne odgovornosti in stimulacijo za boljše delo z delom lastnih sredstev). Pozitivni prinos od vrednostnih papirjev bi pomenil nadomestilo za odpovedovanje tekoči porabi in prevzem tveganja.

3. Nekatere nevarnosti kreditnega zadolževanja v tujini

Z zunanjim kreditiranjem je povezana nevarnost prevelikega zadolževanja kot pasti, v kateri pomeni odplačevanje dolgov neto odliv kapitala iz države, dobiček iz tako financiranih projektov pa ne presega obrestne mere od tujega kredita.

Obstaja nevarnost, da bodo v prihodnjih letih države SEV (tako tudi ZSSR, čeprav v manjši meri) stopale po poti napak v zadolževanju, ki jo je že prehodila SFRJ. Jugoslovanski čezmerni dolg izhaja iz dejstva, da je, sledeč političnim težnjam modernizacije družbe v drugi polovici sedemdesetih let, postajalo najemanje kreditov s korekcijami naše zakonodaje vse bolj decentralizirano (in nenadzorovano), njihovo odplačevanje pa čedalje bolj socializirano na vso družbo, kar je pripomoglo k neodgovornemu ravnanju na tem področju. Samo reprogramiranje dolgov v osemdesetih letih pomeni prenos njihovega bremena na ramena mlajših rodov.

Tudi ZSSR je, čeprav manj kot nekatere druge socialistične države Vzhodne Evrope, z zunanjimi sredstvi v sedemdesetih letih podaljšala investicijski cikel, vendar pa je odvrnila nevarnost prevelike zadolžitve v začetku osemdesetih let v padajočem deležu lastnega investicijskega ciklusa in ob povečanem izvozu zaradi ugodnih zunanjih gospodarskih razmer (rast cene nafte). Po letu 1985, ko se je v ZSSR začel nov investicijski cikel, postajalo pa je bolj in bolj nujno nadomestiti tehnološko zaostajanje, se je začela zadolženost spet večati. Opazen element pere-strojke je povpraševanje po tujem kapitalu, in če ga povežemo z veliko ponudbo na Zahodu (prav spričo tekmovanja v okviru G 7, kdo bo več posodil), napoved vsaj umirjenega večanja zadolženosti ZSSR ni zmotna.

Da se iz tega ne bi porodil problem (da vzhodnoevropske države ne bi postale tretja skupina držav s težavami pri odplačevanju dolgov, poleg subsaharskih in visoko zadolženih 17), je prvi pogoj za zadolževanje v tujini povečanje notranje učinkovitosti gospodarjenja na mikro ravni. Za podjetja to konkretno pomeni:

- odpraviti tehnološko zaostajanje,
- pripraviti se na konkurenco novo industrializiranih azijskih držav,
- izboljšati management.

To pomeni v bistvu, da je potrebno dosedanje strategijo avtarkičnega gospodarstva (delež izvoza v svetovnem izvozu je za ZSSR štirikrat manjši kot delež proizvodnje v svetovni proizvodnji), ki se odziva na problem eksterne nelikvidnosti s prisilnim plačilnobilancnim prilagajanjem (povečanjem izvoza nafte, v času ko je na svetovnem trgu cenejša, itd.), nadomestiti z razvojnim modelom uvoz–proizvodnja–izvoz. Ali drugače, namesto uvozne substitucije je bolj ustrezna pot izvoz-

na ekspanzivnost, v kateri menjava s tujino ni več samo rezidualna veličina, marveč tudi cilj gospodarjenja. V takšnih razmerah ne bo težav z vsaj v neki fazi gospodarske reforme zelo verjetno povečano zunanjo zadolžitvijo: absolutno večji zunanji dolg je lažje servisirati ob večjem konvertibilnem deviznem dotoku.

V finančnih razmerjih med ZSSR in SFRJ je postala naša država proti koncu leta 1988 v bistvu neto upnik (če seštejemo stanje kreditov in stanje na klirinških tekočih računih) in zato bi morali temu problemu nameniti več pozornosti. Klirinški način menjave je tudi v teoriji manj vreden kot konvertibilen, zaradi česar bi ga morali odpraviti v odnosih med državama. Ob odpiranju ZSSR zahodnemu gospodarstvu se manj kakovostno jugoslovansko blago, izvoženo po klirinškem režimu, ne bo več dobro prodajalo, ZSSR pa bo že tako sama s stimulacijami oziroma popravki tečajev spodbujala menjavo s konvertibilnim področjem. Z njim bo morala stopiti v konkurenco tudi SFRJ kot enakopraven konkurent.

4. Sklep

Zunanji dolg ZSSR in SFRJ se bo v prihodnjem obdobju verjetno povečal in le nadaljnja krepitev USD lahko prikrije takšen trend za dolg, izražen v tekočih dolarjih (obe državi imata velik del nedolarske konvertibilne zadolžitve). Zato je sprejemljiv le način neposrednega investiranja kot oblika uvoza kapitala, ker poleg njega pripelje v državo tudi znanje, management in podjetništvo. Podjetja se morajo usmeriti k izvozu (konvertibilnemu), samostojno pa bi se lahko zadolževala le, če bi tudi zares lahko sama prevzela vso odgovornost za odplačevanje dospelih dolgov. Pri tem je povečanje notranje učinkovitosti gospodarjenja prvi pogoj za sprejem eksternega financiranja (iz tujine), pri povpraševanju po njem pa moramo vendarle biti zadržani, če ni že (kot pri SFRJ) sama ponudba tujih sredstev zelo omejena.

Citirana literatura in viri podatkov

- A. Bajt: Ekonomska analiza i politika, Informator, Zagreb, 1979.
- Financial Market Trends, 39, 1988, Special Feature on East-West Relations, OECD, Pariz.
- I. Ribnikar: Financiranje gospodarstva in inflacija, Bančni vestnik, 1984, 9, 243-251.
- F. Štiblar: External Debt in Eastern Europe and Yugoslavia, Conference in Peace and Justice, Basel, 1989.
- A. Vacić: Jugoslavija i Evropa, Ekonomika, Beograd, 1989.