

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**MEDNARODNA FINANČNA INTEGRACIJA IN FINANČNI  
RAZVOJ S Poudarkom NA DRŽAVAH EU IN SLOVENIJE**

Ljubljana, avgust 2008

PRIMOŽ BENDE

Študent Primož Bende, izjavljam da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Igorja Mastena in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

podpis: \_\_\_\_\_

# Kazalo

U V O D.....	1
<b>1</b> DEFINICIJA FINANČNE INTEGRACIJE.....	<b>2</b>
<b>2</b> MERJENJE FINANČNE INTEGRACIJE .....	<b>3</b>
2.1 TEORIJA.....	3
2.2 STOPNJA INTEGRACIJE POSAMEZNIH SEKTORJEV FINANC .....	5
2.2.1 Integracija bančnega sektorja .....	5
2.2.2 Evropski trg obveznic.....	6
2.2.3 Evropski sistem poravnave finančnih terjatev in obveznosti.....	7
2.2.4 Mednarodne kapitalske povezave med Evropo, ZDA in Japonsko.....	8
<b>3</b> EKONOMIKA VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSKO RAST .....	<b>9</b>
3.1 EKONOMIKA PROSTEGA PRETOKA KAPITALA: ALOKACIJSKA UČINKOVITOST .....	9
3.2 TEORIJA VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSTVO .....	11
3.2.1 Neposredni vplivi .....	11
3.2.2 Posredni vplivi .....	12
<b>4</b> MEDNARODNI TOKOVI KAPITALA.....	<b>13</b>
4.1.1 Determinante prilivov TNN: .....	14
4.1.2 Determinante prilivov TPN.....	16
<b>5</b> FINANČNA INTEGRACIJA V EU IN DRŽAVAH CEE .....	<b>17</b>
5.1 SESTAVA KAPITALSKIH TOKOV .....	17
5.2 POSLEDICE VELIKIH PRILIVOV FINANČNEGA KAPITALA .....	19
<b>6</b> FINANČNA INTEGRACIJA V DRŽAVAH LATINSKE AMERIKE.....	<b>20</b>
6.1 TUJE NEPOSREDNE NALOŽBE (TNN).....	21
6.2 TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE (TPN).....	22
6.3 PLAČILA EMIGRANTOV (REMITTANCES) .....	22
<b>7</b> PREGLED EMPIRIČNIH ŠTUDIJ VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSKO RAST.....	<b>23</b>
7.1 KONKRETNI VPLIVI FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSKO RAST .....	25
7.1.1 Tuje neposredne naložbe.....	26
7.1.2 Portfeljske naložbe.....	27
7.1.3 Bančna posojila .....	27
<b>8</b> RAZVITOST FINANČNEGA TRGA EU IN SLOVENIJE .....	<b>29</b>
8.1 KREDITNI IN KAPITALSKI TRGI V SLOVENIJI.....	32
8.1.1 Trg kapitala.....	32
8.1.2 Kreditni trg .....	32
8.1.3 Institucionalne mere napredka.....	33
<b>SKLEP</b> .....	<b>35</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>36</b>
<b>PRILOGE</b> .....	<b>1</b>

## KAZALO SLIK:

<b>Slika 1:</b> Učinki blaginje prostega pretoka kapitala .....	10
<b>Slika 2:</b> Determinante TNN z vidika države gostiteljice .....	15
<b>Slika 3:</b> Tranzicijski kazalniki (indikatorji) za Slovenijo, 2006 .....	33

## KAZALO TABEL:

<b>Tabela 1:</b> Sestava neto zunanjih pozicij (kot delež BDP-ja) za 10 novih članic EU in Hrvaške, 2004 .....	18
<b>Tabela 2:</b> Domači krediti prebivalstvu in tržna kapitalizacija borznega trga, 2005 (v % BDP) .....	30
<b>Tabela 3:</b> Tranzicijski indikatorji napredka za leto 2006 .....	31

## KAZALO PRILOG:

<b>PRILOGA 1:</b> TNN, globalno in po različnih ekonomijah, 1980 -2006 (mrd \$).....	2
<b>Slika 4:</b> vhodne TNN, globalno in po različnih ekonomijah, od leta 1980 do 2006 (mrd \$) .....	2
<b>PRILOGA 2:</b> Tuja posojila nebančnemu zasebnemu sektorju .....	3
<b>Slika 5:</b> Pregled tujih posojil nebančnemu zasebnemu sektorju (v % BDP) .....	3
<b>PRILOGA 3:</b> Mednarodna finančna integracija .....	4
<b>Slika 6:</b> mednarodna finančna integracija ( merjena kot delež vsote vseh obveznosti in terjatev do tujine v BDP-ju) od leta 1993 do 2004 .....	4
<b>PRILOGA 4:</b> Tržna kapitalizacija držav EU 15, CEE in držav v razvoju.....	5
<b>Slika 7:</b> tržna kapitalizacija (v % BDP) za države EU15, CEE države in ostale države v razvoju (Other transition).....	5
<b>PRILOGA 5:</b> Sestava tujih obveznosti znotraj PB .....	6
<b>Slika 8:</b> delež obveznosti iz naslova lastniškega kapitala (equity) znotraj vseh obveznosti do tujine za države EU 15, CEE in ostale trge v razvoju (share of total equity liabilities).....	6
<b>PRILOGA 6:</b> Sestava zunanjih sredstev držav CEE in EU .....	6
<b>Slika 9:</b> neto lastniški kapital in neto dolgovi kot delež BDP-ja za države CEE.	6
<b>Slika 10:</b> Sestava zunanjih sredstev držav CEE in EU, kreditna imetja in imetja lastniškega kapitala kot delež BDP-ja .....	7
<b>PRILOGA 7:</b> Finančni tokovi v Latinsko Ameriko, 1980- 2003 .....	8
<b>Slika 11:</b> Finančni tokovi v Latinsko Ameriko, v letih od 1980 do 2003, v mrd \$ .....	8



# UVOD

Na svetovni ravni se je povečala raven gibljivega kapitala. Glavne svetovne ekonomije, (ZDA, EU, Kitajska, ...) so postale še bolj finančno povezane, integrirane. V moji diplomski nalogi me zanima, kaj je finančna integracija (v nadaljevanju FI), kako se jo meri, kakšen vpliv ima na gospodarstva posameznih ekonomij ter na koncu kako razviti so finančni trgi držav EU in Slovenije.

Prvo poglavje predstavi definicijo finančne integracije, kjer teoretično zvemo, kaj pomeni FI. Drugo poglavje se osredotoča na merjenje finančne integracije. Prvi del poglavja opredeljuje najbolj optimalno mero integracije. Drugi del poglavja o merjenju FI pa (predvsem v državah EU) določa trenutno stanje integracije v posameznih sektorjih finančnega kapitala.

Tretje poglavje razloži, kaj je v »ozadju« ekonomike finančne integracije, ter do kakšne gospodarske dobrobiti ekonomije lahko le ta pripelje. Na osnovi grafa (Slika 1, str. 10) so lepo prikazani in razdeljeni posamezni učinki blaginje prostega pretoka kapitala.

Četrto poglavje govori o mednarodnih tokovih kapitala, ki so eden pomembnejših kazalcev finančne integracije oz. vpetosti posameznega gospodarstva v svetovno ekonomijo. Največje povečanje tokov kapitala je bilo v kategoriji tujih neposrednih naložb (v nadaljevanju TNN) in tujih portfeljskih naložb (v nadaljevanju TPN), medtem ko je pomembnost bančnega posojanja padla. V četrtem poglavju so opredeljene tudi determinante, ki v posamezno državo privabijo mednarodne tokove kapitala.

Peto poglavje prikaže, kako se je odvijala in kakšne posledice na posamezne države članice EU, je imela finančna integracija v zadnjih 10 letih. Šesto poglavje predstavi zgodovino finančne integracije Latinske Amerike v zadnjih tridesetih letih, ter opiše, kako so posamezni tokovi kapitala vplivali na gospodarstva držav Latinske Amerike, in kaj je tako povečalo neposredne in portfeljske naložbe v začetku.

Sedmo poglavje predstavi empirične študije vpliva FI na gospodarsko rast ekonomij. Najprej je predstavljena teorija vpliva FI na gospodarsko rast. Le-ta predvideva predvsem pozitivne vplive tako na razvoj dobro delujočih finančnih trgov kot na rast gospodarstva. Že v naslednjem delu poglavja, ki predstavi empirične študije, pa ugotovimo, da večino novejših študij ne uspe dokazati statistično značilnega vpliva FI na gospodarsko rast, druge pa le delno potrdijo pozitiven vpliv FI. V nadaljevanju so predstavljeni še dejanski vplivi (tako pozitivni kot negativni) posameznih tokov kapitala na gospodarstva.

V osmem poglavju je ocenjena stopnja razvitosti kreditnega in kapitalskega trga tranzicijskih držav Evrope. Stabilen in učinkovit finančni sistem lahko močno vpliva na ekonomski razvoj

posamezne države, predvsem danes v času globalizacijskih in integracijskih pritiskov, ki zaostrujejo konkurenco na finančnih trgih.

## 1 Definicija finančne integracije

Kdaj je finančni trg popolnoma integriran? V članku Measuring Financial Integration in the Euro Area (Baele, Ferrando, Hordahl, Krylova & Monnet, 2004, str. 6-9) je teorija finančne integracije opredeljena na naslednji način. Trg, na katerem so prisotni finančni inštrumenti in storitve, je popolnoma integriran, če za vse prisotne udeležence z enakimi pomembnimi (relevant) karakteristikami:

- veljajo ista pravila, ko se odločijo uporabljati omenjene instrumente in storitve,
- imajo vsi omogočen enak dostop do zgoraj omenjenih finančnih inštrumentov in storitev,
- so obravnavani enako, ko so aktivni na trgu.

Zgoraj omenjena teorija vsebuje še tri pomembne značilnosti:

1. Velja ne glede na to, kakšne finančne strukture so v regiji. Finančne strukture zajemajo vse finančne posrednike (institucije ali trge) in način, kako so med seboj povezani. Velikokrat se zgodi, da se v regijah, kjer še ni prišlo do integracije, razvijejo različne finančne strukture. Te pogostokrat ostanejo nespremenjene, tudi ko se regije že finančno integrirajo. Ne moremo trditi, da bo finančna integracija vodila h konvergenci finančnih struktur. Nasprotno, depoziti gotovine in posojila v različnih državah evra, so sčasoma postali še bolj heterogeni, tudi po obdobju uvedbe evra.
2. Frikcije, omejitve pri dostopu do finančnih trgov, lahko obstajajo kljub popolni integraciji. Zgornja definicija namreč ne omenja odpravljanja frikcij, kar bi pripeljalo do optimalne alokacije kapitala. Definicija zgornje finančne integracije zahteva, da so lahko kljub prisotnosti frikcij, posamezne regije finančno integrirane, dokler imajo frikcije simetričen (enak) vpliv na te regije.
3. Definicija popolne finančne integracije vključuje tudi enak dostop do finančnih trgov tako za investitorje kot kreditojemalce, ne glede na to, iz katere regije prihajajo. Če finančni sistem (struktura) sistematično diskriminira tuje investicije na osnovi določenih nacionalnih (legalnih) omejitev, potem to območje ni finančno integrirano.

Opisana definicija finančne integracije temelji na konceptu »enotne cene«, ki ga je za definicijo finančne integracije izbralo mnogo študij. Koncept (zakon) enotne cene trdi, da če imajo (finančna) sredstva enako stopnjo tveganja in enak donos, potem morajo imeti tudi enotno ceno, ne glede na to, kje pride do transakcije. Če koncept enotne cene ne drži, potem je seveda



možnost arbitraže. To možnost bi seveda kateri koli investitorji v primeru nediskriminatorne investicijske politike takoj izkoristili, kar bi povrnilo veljavnost koncepta enotne cene (določenega finančnega instrumenta). Koncept enotne cene je zelo privlačen (uporaben), saj lahko nanj vežemo količinsko definirane mere finančne integracije (naslednje poglavje). Ima pa koncept enotne ceno tudi eno pomanjkljivost - testira se ga lahko samo na finančnih instrumentih, ki obstajajo. Ne more namreč meriti stopnje integracije med neobstoječimi finančnimi instrumenti. Tako je možno, da zakon enotne cene drži, kljub temu pa celotno finančno področje ni finančno integrirano.

## **2 MERJENJE FINANČNE INTEGRACIJE**

### **2.1 TEORIJA**

Ogrodje oz. teorija merjenja finančne integracije je izpeljana na osnovi zgoraj predstavljene definicije finančne integracije. Teorija merjenja finančne integracije mora zajeti tako trenutno stanje finančne integracije na vseh finančnih trgih (denarni trg, trg obveznic, kreditov, lastniških vrednostnih papirjev) kot meriti trend integracije na teh finančnih trgih.

Pri merjenju finančne integracije je pomembno, kako obstoječe frikcije in ovire vplivajo na različne regije. Če vplivajo različno (asimetrično), pomeni, da integracija ni na visoki ravni, če pa vplivajo na različne regije zelo simetrično, pa je to znak visoke integracije teh regij. Najboljši način ocene trenutnega stanja finančne integracije bi bil opredeliti vse frikcije in ovire finančne integracije in preveriti, ali še vedno obstajajo oz delujejo. Vendar takšnega seznama ni možno sestaviti. Zato se finančno integracijo meri po »ravnotežni« (equilibrium) ceni, ki nam razkrije vse informacije, ki so na voljo ekonomskim agentom - vključno s frikcijami in z ovirami, ki otežujejo njihovo delo. Da bi naredili najbolj optimalno mero integracije, se je izoblikoval koncept »enotne cene« (the law of one price). Iz tega koncepta sta izpeljani dve kategoriji: mere na osnovi cen (price based measures) in mere prenosa informacij (news based measures). Obstaja pa še tretji koncept - sem spadajo količinsko definirane mere finančne integracije (kvantitativni kazalniki), ki so v večini študij o finančni integraciji tudi največkrat uporabljene (Baele et al., 2004, str. 11).

- a.) Kategorija mer na osnovi cen (price-based measures) poizkuša izmeriti razlike v cenah ali donosih na sredstva nastalih (povzročenih) zaradi različnega geografskega porekla finančnih sredstev. Seveda so upoštevane tudi razlike v sistematičnih faktorjih tveganja in ostalih pomembnih karakteristikah. V to omenjeno kategorijo spadajo mere medsektorske »disperzije« v razliki obrestnih mer (spreads) ali razlikah v stopnjah donosov enakih sredstev, mere beta konvergence in ostale mere.

- b.) Kategorija mer prenosa informacij (news based measures) je narejena za ločevanje vplivov informacij od ostalih frikcij ali omejitev. Za finančno integrirano področje je torej značilno, da so finančni portfelji dobro diverzificirani (razpršeni). V tem primeru bi torej informacija lokalnega značaja imela nepomemben, majhen vpliv na ceno (finančnega portfelja), po drugi strani pa bi splošna informacija ali informacija globalnega značaja imela odločilen vpliv na ceno finančnega portfelja<sup>1</sup>. Tako se predpostavlja, da je stopnja sistemskega tveganja identična med finančnimi sredstvi v različnih državah, v nasprotnem primeru lokalne informacije še vedno odločilno vplivajo na cene finančnih sredstev.
- c.) Tretja kategorija predstavlja količinsko definirane mere finančne integracije. Z njimi količinsko opredelimo vplive omejitev na povpraševanje in ponudbo investicijskih priložnosti. Ko so ti podatki (statistika) dostopni, lahko ob poznavanju čezmejnih aktivnosti ali izdaj vrednostnih papirjev ugotovljamo oz. merimo dostopnost tujih finančnih trgov. Avtorji razdelijo te kazalnike še v dve kategoriji. Prva meri čezmejne aktivnosti (transakcije), druga pa domovinsko pristranost<sup>2</sup> (»home bias«). Kazalniki čezmejnih aktivnosti se nanašajo na denarni ter kreditni trg, kazalniki domovinske pristranosti pa ocenjujejo portfelj domačih investitorjev.

Zelo pomemben kazalec finančne integracije je »odprtost« kapitalskega računa. Večina formalnih empiričnih študij, ki je preučevala vplive liberaliziranega (odprtega) kapitalskega (finančnega) računa, se je nanašala na uradne restrikcije pretokov kapitala (te podatke zbira IMF). Problem omenjenega kazalnika (binarnega) je, da iz njega ne moremo razbrati intenzitete restrikcij na kapitalne tokove. Namreč določene države so bile uradno zelo zaprte za tuji kapital, pa je ta vseeno prihajal v države (Latinska Amerika konec 70-ih, začetek 80-ih). Zato so veliko bolj primerne direktne mere finančne integracije, ki temeljijo na realni oceni pritokov finančnega kapitala v posamezno gospodarstvo. Med direktnimi merami finančne integracije ločimo tiste, ki ocenjujejo »zaloge«<sup>3</sup> (stock) tujih sredstev in obveznosti (proti BDP-ju), in tiste, ki ocenjujejo tokove<sup>4</sup> finančnega kapitala.

Največkrat uporabljena mera finančne integracije je vsota tujih sredstev in obveznosti glede na delež BDP-ja. Kaže nam torej trenutno stanje vseh obveznosti ter terjatev državljanov (in pravnih oseb) ene države, ki jo ti izkazujejo do druge (Priloga 4, Slika 6). Prav tako velikokrat

---

<sup>1</sup> Če predvidevamo, npr. da je nemški trg obveznic popolnoma integriran v evro območje, potem je pričakovati, da bodo donosi (yields) reagirali predvsem na informacije, novice iz območja evra, ne pa nemške dejavnike (Baele et al., 2004, str. 12-22).

<sup>2</sup> Na splošno pomeni domovinska pristranost pretirano povpraševanje po domačih produktih. V našem primeru pa pomeni, da agenti več investirajo v domača finančna sredstva kljub temu, da je tveganje veliko bolje porazdeljeno, če imajo v svojem portfelju zadostno količino tujih sredstev (naložb).

<sup>3</sup> Mera FI, kot sta jo skonstruirala Lane, Milesi-Ferretti, meri stanje (stock) bruto obveznosti in terjatev (tako TNN kot TPN) posamezne države do tujine. Podatki o zalogah so izpeljani iz akumuliranih pritokov in odtokov finančnega kapitala ter določenimi popravki ocen.

<sup>4</sup> Podatki, ki se nanašajo na tokove kapitala, so namreč zelo nestabilni, prav tako pa so bolj podvrženi napakam pri merjenju. Kljub temu pa je lahko mera finančne integracije, ki temelji na tokovih kapitala, zelo pomembna za mnoge druge aspekte odvijajoče se finančne integracije (Prasad, E. S., Rogoff K., Wei S. & Kose A. M., 2003, str. 6-8).

uporabljen kazalec finančne integracije so prilivi TNN. Le-ti kažejo spreminjanje tokov kapitala skozi čas, zato so običajno prikazani na grafu (časovna vrsta). (primer: slike v prilogah 1 in 7).

## **2.2 STOPNJA INTEGRACIJE POSAMEZNIH SEKTORJEV FINANC**

V tem poglavju je povzeto obširno poročilo, ki je nastalo na srečanju projektne skupine. Projekt sta ustanovili ECB in CFS (Center for Financial Studies) da bi čim boljše preučili stanje in zakonitosti delovanja posameznih finančnih trgov znotraj držav EU, ter njihovo navezanost na ostale svetovne finančne trge. Poročilo (zbornik) se imenuje Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe (2004), pri njegovi pripravi pa so sodelovali kompetentni profesorji, mladi raziskovalci na doktorskih študijih ter zaposleni v ECB in ostalih centralnih bankah držav članic EMU. Že na začetku delovanja raziskovalnega projekta, se je določilo pet glavnih področij. V moji diplomski nalogi so predstavljena samo štiri, in sicer tista, ki se najbolj nanašajo na integracijo posameznih finančnih trgov.

### **2.2.1 Integracija bančnega sektorja**

#### **Splošne ugotovitve:**

Prvič, na mnogih trgih »retail« bančništva (poslovanje s prebivalstvom) ni prišlo do »opazne« (advanced) integracije. Drugič, nekatere značilnosti tradicionalnega dajanja kreditov in sprejemanja depozitov otežujejo čezmejno širjenje poslovnega bančništva, tudi znotraj evro območja. Prav tako so se za neučinkovite izkazale politike, ki so poizkušale vzpodbuditi čezmejno integracijo »retail« bančništva. Tretjič, po teoretičnih raziskavah tudi nadzorne strukture naj ne bi bile več nevtralne do nadaljnje integracije evropskega bančništva. In končno, močnejša vloga politik konkurence celotnega območja naj bi vzpodbudila nadaljnjo bančno integracijo.

#### **Povzetek pomembnejših ugotovitev:**

Stopnja integracije znotaj evro območja zelo variira med različnimi segmenti »retail« bančništva. Trgi kratkoročnih, srednjeročnih in dolgoročnih podjetniških posojil so še vedno zelo fragmentirani. Najmanj integriran je trg kratkoročnih podjetniških posojil. Obrestna mera hipotekarnih kreditov je postala že dokaj enotna znotraj EU, medtem ko je segment potrošniških posojil ostal še vedno zelo fragmentiran med posameznimi državami EU. Dokaz za to so omejene čezmejne aktivnosti na trgu »retail« bančništva (Baele et al., 2004).

Domača posojila nefinančnim družbam in posameznikom imajo še vedno prednost pred tujimi posojili (home bias). Empirične študije potrjujejo, da velike multinacionalke še vedno dajejo prednost manjšim lokalnim institucijam pred velikimi finančnimi institucijami in to predvsem

zaradi lokalnega poslovanja z denarjem (kratkoročni krediti, uravnavanje likvidnosti, ...). Te ugotovitve se zdijo mnogim presenetljive glede na to, da bi ravno multinacionalke morale biti prve, ki bi začele poslovati z multi nacionalnimi finančnimi družbami (bankami) (Ongena & Degryse, 2004, str. 17-18).

Empiričnih študije tudi kažejo, da banke ponavadi doma (v lokalnem okolju) preveč investirajo. Tudi če se finančni trgi na nekem ozemlju zelo integrirajo, obstaja še vedno »prostor« za poslovanje domačih, lokalnih bank. Te ugotovitve kažejo, da so lokalne finančne institucije ter lokalne banke pomemben dejavnik ekonomskega uspeha regije (tudi tam, kjer ni nobenih ovir prostemu pretoku kapitala) (Guiso, Sapienza & Zingales, 2002, str. 27). Večina strokovnjakov je prepričana, da so možnosti nastanka pan evropskega bančnega trga poslovanja s prebivalstvom majhne, oz. da se le-ta še dolgo ne bo razvil. Dejstvo je namreč, da je ta trg omejen z zunanjimi »mejami«, kot so že prej omenjeni različni pravni standardi, praksa upravljanja gospodarskih družb, različni politični sistemi, jeziki, itn. Avtorji trdijo, da obstajajo nekakšne naravne meje, katerih (bančni) trg poslovanja s prebivalstvom pri svojem cilju integriranja ne more preseči.

Na področju čezmejnih bančnih združitvev je Claudia Buch (Kieal Institute of World Economics) analizirala več kot 2.300 bančnih združitvev med leti 1978-2001. Preučevala je značilnosti, karakteristike držav, kot so jezik, regulativa, razdalja, kultura in podobno, ter kako naj bi vplivale na verjetnost združitve. Ugotovila je, da je odločilni dejavnik pri združitvi regulativa. Banke, ki so delovale v bolj reguliranem okolju, so bile redkeje prevzete. Prav tako pa na združitve odločilno vplivajo tudi razdalja in kulturne razlike. Rezultati so pokazali, da banke iz razvitih držav ponavadi prevzamejo banke iz manj razvitih držav. Po drugi strani pa strokovnjaki ugotavljajo, da je optimalna stopnja konkurence odvisna tudi od institucionalnih značilnosti regulative ter kvalitete bank. Torej je optimalna stopnja konkurence lahko različna od države do države. Države z dobro delujočim pravnim sistemom imajo zagotovo koristi od rivalstva bank, medtem ko je za države s slabim pravnim okvirom in velikimi socialnimi stroški neuspeha, bolje da na določeni ravni omejijo stopnjo konkurence (Buch & Delong, 2002, str. 19).

## **2.2.2 Evropski trg obveznic**

Trg državnih obveznic se je s procesom EMU in s harmonizacijo postopkov izdaje obveznic zelo integriral. Kljub temu empirični podatki, predstavljeni na simpoziju ECB (2004), kažejo, da do popolne integracije, predvsem na trgu državnih obveznic, še vedno ni prišlo. Razlika pri donosih različnih državnih obveznic je še vedno zelo velika. Kljub enako ocenjeni stopnji tveganja in enakemu času dospelosti, pa se njihovi donosi med državami še vedno zelo razlikujejo. Za primer, donosi na 10-letno državno obveznico, se lahko med državami EMU še vedno razlikujejo za 15–20 bazičnih točk. Pagano, Favero, Bocconi in Thadden (2005, str. 32)

so dokazali, da so te razlike predvsem posledica različnih reakcij, »občutljivosti« domačih donosov na mednarodno stopnjo tveganja.

Z večino evropskih državnih obveznic se trenutno trguje na MTS – enotni mednarodni platformi. Vlade s takšno integracijo in z dobro strukturiranim trgom veliko pridobijo. Struktura trga je tako odločilna pri integraciji in prevladujočih cenah. Razlike v mikrostrukturi trga evropskih zakladnic menic med državami vplivajo na kratkoročne donose na avkcijah in tako seveda vplivajo tudi na stroške sredstev oz. obrestno mero, po kateri si lahko država izposoja denar.

Dejstvo je, da redne izdaje zakladnih menic zmanjšajo njihove donose. Tudi če se s temi menicami trguje na transparentni, likvidni elektronski knjigi naročil kot je MTS, njihova likvidnost naraste, donosi pa se zmanjšajo. Zato bi lahko vlade z učinkovitim »oblikovanjem« državnih vrednostnih papirjev in postopki novih izdaj povečale njihovo likvidnost, zmanjšale donose ter stroške pridobivanja sredstev. Biais je izračunal, da bi država z bolj učinkovitimi in časovno usklajenimi avkcijami državnih vrednostnih papirjev lahko zbrala dodatnih 350 milijonov evrov (Biais, Renucci & Gilles, 2004, str. 18).

Upoštevajoč količino sredstev investiranih v trg obveznic znotraj območja evra med leti 1998–2002 se je delež omenjenega trga obveznic (državne, podjetniške) povečal iz 20% na 60%, kar nakazuje na veliko zmanjšanje »home bias<sup>5</sup>« portfelja obveznic v območju evra. Z uvedbo evra se je v državah evro območja zmanjšal strošek kapitala, s tem ko se je še bolj integriral trg kapitala ter ko je bilo odstranjeno valutno tveganje (Bris, Koskinen & Nilsson, 2002, str. 22-23). Prav tako so se z uvedbo evra zmanjšali stroški novih izdaj mednarodnih poslovnih obveznic, kar je predvsem posledica večje konkurence med investicijskimi bankami. Ravno zato se tudi pričakuje, da se bo trg obveznic še naprej razvijal.

### **2.2.3 Evropski sistem poravnave finančnih terjatev in obveznosti**

Struktura evropskega sistema poravnave terjatev in obveznosti je zelo »razdrobljena«, zato bi nadaljna integracija tega sistema zagotovo vodila k izkoristku ekonomije obsega (economies of scale), kar bi koristilo investitorjem. Strokovnjaki na tem področju se še vedno ne strinjajo, ali bi državna intervencija vodila k optimalni integraciji in učinkovitosti omenjenega sistema.

Analize so pokazale, da so poravnave v Evropi za 33% dražje kot poravnave v ZDA. Na primer, povprečni stroški za poravnano (izravnano) transakcijo v Evropi znašajo 3,86 \$, v ZDA pa le 2,90 \$. Te razlike so predvsem posledica razdrobljenosti evropskega trga, saj so povprečni stroški za upravljanje mednarodnega CSD (Central Securities Depositories) v Evropi 40,54 \$, v ZDA pa le 3,11 \$. Prav tako pa ta tako imenovani centralni sistem poravnave (TARGET,

---

<sup>5</sup> Home bias: neutemeljeno povečano domače povpraševanje po določenih artiklih

STEP2) v Evropi ni tako učinkovit kot ameriški. Avtorji omenjenih študij so opozorili tudi na ne najbolj pravično delovanje CDS, ko le-ta daje prednost skrbniškim bankam pred investicijskimi (Malkamaki, Schmiedel & Tarkka, 2002, str. 29).

Na simpoziju ECB sta Jens Tapking (ECB) in Ying Yang (Bank of England) teoretično analizirala oba možna modela integracije – tako vertikalno integracijo med trgovalno infrastrukturo (silos) in sistemom poravnave kot horizontalno integracijo med sistemi poravnave. Oba modela naj bi bila učinkovitejša kot sedanji ter omogočala večjo gospodarsko rast. Prvi od naslednjih korakov bo zagotovo poenostavitev postopkov pri meddržavnih poravnava, saj je trenutni sistem zelo netransparenten.

#### **2.2.4 Mednarodne kapitalske povezave med Evropo, ZDA in Japonsko**

Na svetovni ravni se je povečala raven gibljivega kapitala. Glavne svetovne ekonomije, kot npr. ZDA in euro območje so postali bolj finančno povezani. Ta fenomen je opazen na delniških, obvezniških ter denarnih trgih, kjer glavni tok kapitala prihaja iz ZDA v evro območje. Tudi zato na ceno vrednostnih papirjev ne vplivajo več toliko specifični državni faktorji tveganja, ampak predvsem »stanje« svetovne trgovine. Eden od vzrokov vedno močnejših mednarodnih povezav gospodarstev so zagotovo tudi mednarodne izdaje vrednostnih papirjev (cross-listings). Vedno več podjetij namreč izdaja svoje papirje, ne samo na domačem borznem trgu, temveč vse bolj tudi na tujih borzah.

Investitorji vedno znova iščejo načine, kako priti do novih finančnih kapacitet ter novih trgov. Eden od načinov so mednarodne obveznice (global bonds), s katerimi se lahko trguje na več trgih hkrati. Strokovnjaki menijo, da se bo trg mednarodnih obveznic še širil, saj ta instrument zmanjšuje stroške dolga. Glede na raziskavo so stroški obveznic za podjetje (obrestna mera) za 15 bazičnih točk nižji kot primerljive ameriške domače obveznice. Prav tako pa so tudi sami stroški izdaje za 13 bazičnih točk nižji od izdaje primerljivih ameriški domačih obveznic (Miller & Puthenpurackal, 2005, str. 27). Ravno zato je postal ta instrument zelo zanimiv in bo zagotovo še okrepil finančno ter gospodarsko soodvisnost med Evropo, ZDA in Japonsko ter tako povečal možnost prenosa finančnega šoka (volatility spillovers) med različnimi trgi.

Ko so avtorji preučevali vpliv napovedane monetarne politike ter makroekonomskih novic glede obrestne mere na denarni trg, so ugotovili verjetnost prenosa finančnih »šokov« iz ZDA na evro območje, obratna povezava pa ni več tako značilna ter močna. Prav tako so ugotovili, da je od uvedbe evra čezatlantska povezanost denarnih trgov postala še močnejša. Največji »portfelj« finančnih sredstev upravljajo institucionalni investitorji, zato imajo njihove odločitve močan vpliv na mednarodne tokove kapitala in nihanje cen globalnih finančnih sredstev. Problem pa je za nekatere avtorje tudi v demokratizaciji dostopa do teh finančnih trgov. Namreč nižji dostopni stroški, pripeljejo tudi veliko nesofisticiranih investitorjev na delniške trge, kar lahko na finančnem trgu povzroči večje šoke. Neizobraženi, nepoučeni investitorji

lahko namreč pretirano, panično reagirajo na informacije trga, saj imajo omejene možnosti »preživetja« pri takšni negotovosti in finančnemu pritisku. Ravno zato nekateri razmišljajo, da bi lahko to nevarnost odpravili z boljšim dostopom do še bolj natančnih in pravih informacij.

### **3 EKONOMIKA VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSKO RAST**

Zanima nas, kakšni so pozitivni učinki finančne integracije na gospodarsko rast z vidika ekonomike. Torej kakšna je osnovna logika (ideja) v ozadju pozitivnega vpliva FI na gospodarsko rast. Ekonomiko vpliva bomo zato v prvem podpoglavju opazovali skozi teorijo alokacijske učinkovitosti kapitala ter jo ponazorili z grafikonom (Slika 1, str. 10).

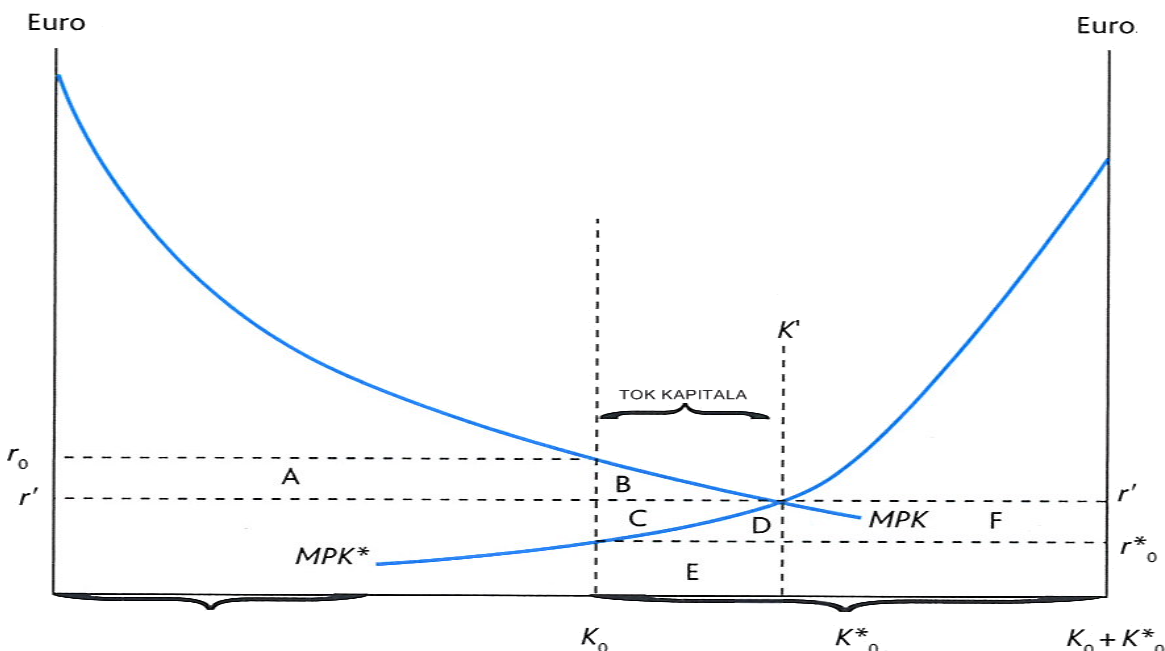
#### **3.1 EKONOMIKA PROSTEGA PRETOKA KAPITALA: ALOKACIJSKA UČINKOVITOST**

Smisel tržne ekonomije je, da se kapital investira tja, kjer je največji donos. V tem oziru kapitalske ovire onemogočajo prostemu pretoku kapitala učinkovito alokacijo, kar državam v finančni integraciji zmanjšuje blaginjo. Zgornja ideja oz. predpostavka postane zelo »logična«, če je prezentirana z grafikonom. Predpostavljamo, da imamo samo dve gospodarstvi, domače in tuje (glej Sliko 1). Gospodarstvi imata različen donos na kapital, obstaja samo ena vrsta blaga, ki je proizvedena z delom in kapitalom. Najprej si pogledamo primer, ko kapital ni mobilnen. Ko je količina kapitala v domačem gospodarstvu  $K_0$ , je ravnotežni MPK<sup>6</sup>  $r_0$  (domača podjetja v povpraševanju po kapitalu ceno le tega znižajo do  $r_0$ ). Količina kapitala v tujini pa je merjena iz desne proti levi strani in znaša  $K_0^*$ . Tudi za tujino predpostavljamo, da tekmovanje za kapital zniža ceno oz. donos na kapital na  $r_0^*$ . Iz Slike 1 je razvidno, da ima kapital doma višjo ceno (donos) kot v tujini. Če ni nobenih ovir za pretok kapitala je povsem logično pričakovati, da bo del kapitala zapustil tujino in odšel v iskanju višjih donosov domov. Državo bo zapustilo toliko kapitala, dokler se donosi na kapital v obeh državah ne izenačijo ( $r'$ ). Kot vidimo iz Slike 1, je prišlo do znižanja donosa v državi prejemnici in do zvišanja donosa v državi, iz katere je kapital odtekal.

---

<sup>6</sup> MPK – mejni produkt kapitala predstavlja dodatno povečanje proizvoda zaradi dodatne enote kapitala. Ko se povečuje delež zaposlenega kapitala, prispeva vsaka dodatna enota kapitala vedno manjši delež k celotnemu produktu.

Slika 1: Učinki blaginje prostega pretoka kapitala



Vir: R. Baldwin & C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, 2006, str. 433.

### Zmagovalci, poraženci ter neto učinki na gospodarstvo:

Delovna sila tujine izgubi  $D+F$ , medtem ko lastniki kapitala v tujini pridobijo del  $C + D + F$ . Kot celota tujina z finančno integracijo pridobi trikotnik  $C$ . V domačem gospodarstvu lastniki kapitala izgubijo del  $A$ , domača delovna sila pa pridobi del  $A + B$ . Torej je celotni ekonomski učinek FI za prebivalce domačega gospodarstva pozitiven za trikotnik  $B$ <sup>7</sup>. Rezultat prostega pretoka kapitala (finančne integracije) je da imata obe državi korist, iz česar tudi izhaja evropska politika enotnega trga (single market) (Baldwin, Wyplosz, 2006). Da bi bil trg alokacijsko učinkovit pa mora biti še prej izpolnjena predpostavka o informativni<sup>8</sup> in operativni<sup>9</sup> učinkovitosti trga kapitala. Možnosti za doseganje večje učinkovitosti pa se povečujejo z velikostjo trga.

V omenjenem podpoglavju smo si pogledali predvsem osnovno ekonomiko, ki »stoji« v ozadju pozitivnega vpliva FI na gospodarsko rast. V naslednjem podpoglavju pa bodo vplivi FI na gospodarsko rast predstavljeni malo širše še v teoriji.

<sup>7</sup> Lahko pa na pridobitev domačega gospodarstva gledamo še s strani lastnikov kapitala. Dodatni tuji kapital v domače gospodarstvo je povečal proizvodnjo za območje  $B + C + D + E$ , plačila novemu (tujemu) kapitalu pa znašajo samo  $C + D + E$ .

<sup>8</sup> Na informacijsko učinkovitem trgu cene naložb v vsakem trenutku odražajo vse, za njihovo vrednost pomembne informacije.

<sup>9</sup> Operativna učinkovitost se nanaša na primerno ureditev trgov, tako da se prenos prihrankov od varčevalcev k investorjem opravlja z najmanjšimi možnimi transakcijskimi stroški in jim zagotavlja pošteno donosnost.



## **3.2 TEORIJA VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSTVO**

Osnovna teorija o vplivu FI na gospodarsko rast je zelo enostavna in ne pušča dvomov o pozitivnem vplivu finančne integracije. Le ta v osnovi poveča ponudbo financ v finančno manj razvitih držav integriranega območja. Glavni »kanal«, skozi katerega se pokaže pozitiven učinek, je povečana konkurenca finančnih posrednikov. Posledica so manjši stroški finančnih storitev, večji lokalni finančni trgi, več investicij ter seveda posledično tudi višja gospodarska rast.

Naslednji vzrok, zakaj finančna integracija privede do boljšega in kvalitetnejšega razvoja lokalnih financ (in gospodarskega razvoja), pa naj bi bil po avtorjevem mnenju v razvoju nacionalnih regulativ (računovodski standardi, zakoni o finančnem posredništvu, provizije bank, korporacijska zakonodaja), ki bi delovanje finančnega posredništva pripeljali do najboljše možne domače regulative. Že iz teorije je znano, da kvalitetni finančni trgi zaradi zmanjševanja negativne selekcije (adverse selection) in agentskih stroškov (agency costs) omogočijo boljše delovanje finančnih trgov, večje zaupanje vlagateljev ter seveda višjo stopnjo investiranja (Guiso et al., 2004, str. 528-531).

Novejše teorije o vplivu finančne integracije na rast gospodarstva so že kompleksnejše, predvsem pa vplive razdelijo na posredne in neposredne. V omenjenem poglavju bo predstavljena teorija vplivov finančne integracije, kot je bila predstavljena v študiji *Effects of Financial Globalization on Developing Countries* (Prasad et al., 2003, str. 13-14). Nadgrajena je s teorijami nekaterih drugih avtorjev, ki so predstavili naslednje potencialne koristi, ki jih ima lahko po teoriji finančna integracija.

### **3.2.1 Neposredni vplivi**

#### **a) Povečanje varčevanja**

V manj razviti državi se zaradi pritokov kapitala (investicije) zniža obrestna mera, kar predvsem poveča varčevanje tujih državljanov in podjetij, za katere je to še vedno predvsem naložba z višjo obrestno mero. Investicije (večinoma tuji kapital) tako povečajo gospodarsko aktivnost v manj razvitih državah. Prav tako pa integracija poveča tudi varčevanje prebivalstva manj razvitih držav, saj tuji uveljavljeni finančni posredniki nudijo kvalitetnejše finančne produkte. Ekonomije obsega (scale) in zunanje ekonomije (external economies) v finančnem posredništvu so lahko močan dejavnik pri širjenju uveljavljenih finančnih posrednikov in trgov v finančno manj razvite države.

- b) Zmanjšanje stroškov kapitala zaradi boljše globalne alokacije kapitala  
Domači in tuji investitorji si delijo tveganje. Zaradi manjšega tveganja so investitorji pripravljeni tudi več investirati. Povečan pritoka kapitala povzroči, da postane trg kapitala še bolj likviden. To pa pomeni tudi zmanjšanje equity risk premiuma ter tako manjše stroške zbiranja kapitala.
- c) Prenos tehnologije in managerskega know-how  
Finančno integrirane države privabljajo več TNN, ki lahko pripeljejo nove tehnologije in izboljšajo način vodenja podjetij. Predvsem pa lahko prihod novih tehnologij pozitivno vpliva na gospodarsko rast.
- d) Stimulacija razvoja domačega finančnega sektorja  
Mednarodne portfeljske naložbe izboljšujejo likvidnost domačega trga kapitala. Povečano lastništvo tujih podjetij v domačih bankah lahko poveča dostop do mednarodnih finančnih trgov. Poleg tega tako lahko prisotnost tujih bank izboljša regulativo in nadzor v domačem bančnem sistemu. Tretjič, tuje banke kot lastnice domačih bank praviloma uvedejo nove finančne inštrumente ter nove tehnološke izboljšave (npr. nove »platforme«). Vstop tujih bank prinese večjo konkurenco (pogoj je seveda razvita bančna regulativa in kvaliteten nadzor), kar kasneje privede do kvalitetnejših domačih storitev in izboljša alokacijo sredstev. Lahko pa tudi razviti finančni posredniki (brez direktnega vstopa na tuji trg) samo omogočijo posojila in druge finančne produkte podjetjem (in posameznikom) v finančno manj razvitih državah. V tem primeru kazalec razvoja domačega finančnega trga ne bo pokazal resničnih izboljšav pri dostopu do finančnih storitev in produktov v manj razvitih državah, ki so šle po poti integracije (Guiso et al., 2004, str. 530).

### 3.2.2 Posredni vplivi

- e) Spodbujanje specializacije  
Visoko specializirana proizvodnja (brez mehanizma risk management) povzroča visoko volatilitnost proizvoda in tudi potrošnje, kar lahko določene države odvrne od tega, da uvajajo specializirano proizvodnjo, ki najbolj pripomore k višji gospodarski rasti. Večja volatilitnost namreč prinaša tudi nižjo stopnjo varčevanja. Vendar nekateri avtorji (Imbs, Wacziarg, 2003; Ruffin, 1974; Kemp, Liviatan, 1973) trdijo, da lahko ravno finančna globalizacija igra zelo pozitivno vlogo. Mednarodna trgovina in finančna sredstva lahko "razbijejo" povezavo med stopnjo potrošnje in državnim outputom. Tako si lahko država (oz. njeni prebivalci) v krizi zadolži na mednarodnem trgu kapitala (ali uporabi privarčevana finančna sredstva), ter tako »omili« zmanjšanje investicij in posledično proizvoda.

f) Zaveza k boljšim ekonomskim politikam

Mednarodna finančna integracija prisili državo (vlado) h kredibilnim ekonomskim politikam. Država si težje privoščiti pretirano obdavčenje kapitala (predatory tax on physical capital), saj so negativne posledice teh dejanj v primeru finančne integracije veliko večje kot bi bile sicer. Posledica sprememb makroekonomskih politik (davčna politika) pripelje do realokacije kapitala k bolj produktivnim panogam, kar pomeni tudi višjo gospodarsko rast.

g) Signaliziranje

Že samo namera oz. pripravljenost države k izvedbi finančne integracije, je lahko pozitivno sporočilo, da bo od sedaj naprej prakticirala politiko prijazno do tujih investicij. To lahko privede do velikega povečanja investicij. Na primer: v države kot so Kolumbija, Egipt, Italija, Velika Britanija in še nekatere je prišlo ogromno kapitala, ko so odstranile omejitve o umiku kapitala.

V naslednjem poglavju bodo predstavljeni mednarodni tokovi finančnega kapitala ter dejavniki, ki vplivajo na povečanje le teh. Videli bomo, da FI sam po sebi še ne pomeni povečanja pritokov finančnega kapitala; na njih vpliva namreč še mnogo drugih dejavnikov.

## 4 MEDNARODNI TOKOVI KAPITALA

Ena pomembnejših značilnosti globalne finančne integracije v zadnjem desetletju je bila dramatično povečanje neto prilivov zasebnega kapitala iz industrijskih držav v države v razvoju. Največje povečanje je bilo v kategoriji tujih neposrednih naložb<sup>10</sup> in portfeljskih naložb<sup>11</sup>, medtem ko je pomembnost bančnega posojanja padla. Večina TNN in portfeljskih naložb iz razvitih držav odide v države z visoko stopnjo finančne integracije (MFI), le manjši delež pa v države, ki so finančno manj (slabo) integrirane. Le te so zelo odvisne od bančnega posojanja.

Vzroke za povečanje zasebnih tokov kapitala in spremembe v strukturi tokov lahko poiščemo med »pull« (notranji) in »push« (zunanji) dejavniki. Prva kategorija – notranji dejavniki – zajema ekonomsko, institucionalno in politično okolje posamezne države (Slika 2, str. 16). Med pomembnejšimi sta zagotovo liberalizacija delniškega trga in odprtje kapitalskega in finančnega računa. Torej vsi tisti dejavniki, na katere lahko država sama aktivno vpliva, da bi privabila čim več tujih investicij. Zunanji dejavniki (druga kategorija) pa zajema predvsem spremembe na globalnih finančnih in ekonomskih trgih.

---

<sup>10</sup> Za tuje neposredne naložbe se opredeljujejo naložbe, ki presegajo 10% udeležbe v kapitalu podjetja (po merilih MDS).

<sup>11</sup> Naložbe v vrednostne papirje ali portfeljske naložbe vključujejo transakcije z lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji (kot so delnice, obveznice, blagajniški in komercialni zapisi ter drugi instrumenti finančnega trga) ter finančnimi derivati, če predstavljajo finančno terjatev ali obveznost (Balance of Payments Manual, 1993).

Med zunanje dejavnike štejemo:

- znižanje obrestnih mer v razvitem svetu,
- znižanje stopenj rasti razvitih držav,
- spremembe dogovorov in pogojev regionalnega trgovanja,
- napredek v računalniški in informacijski tehnologiji,
- večjo likvidnost mednarodnih investitorjev.

Zelo veliko spremembo sta v zadnjem desetletju odigrala razvoj in širjenje institucionalnih investitorjev (vzajemni skladi, »hedge« skladi, zavarovalnice,). Le-ti so omogočili tudi malim investitorjem, da so lahko investirali v ostale države v razvoju. Druga globalna sprememba pa je povečano varčevanje zaradi vedno daljše življenjske dobe ljudi. Posledica bo povečan pritek kapitala v države z višjim donosom (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993).

Strokovnjaki MDS navajajo, da so zunanji vzroki sicer pomembni za spodbujanje tokov, ne morejo pa biti dominantni. Znižanja obrestnih mer in stopenj gospodarske rasti v glavnih razvitih državah v osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih se namreč časovno ne ujemajo dobro z obdobji povečanih pritokov, v nekaterih državah celo zaostajajo, pa tudi obdobja in trajanja nenadnih povečanih tokov se med državami zelo razlikujejo (Verdenik, 2001, str. 4).

Pomembna značilnost kapitalskih tokov je tudi njihova smer. Večina kapitalskih tokov (TNN) se še vedno preliva v razvite države. Razvite države tako gostijo kar 66% vseh svetovnih vhodnih TNN. Vlaganja v države v razvoju pa so porazdeljena zelo neenakomerno, saj »velikih pet« (Kitajska, Hongkong, Singapur, Mehika, Brazilija) absorbira kar 60% vhodnih TNN iz omenjene skupine. Vrednost TNN v svetu je konec leta 2006 dosegla 1306 milijard \$, ter se tako približala rekordnemu letu 2000 (WIR: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development, 2007, str. 3) (Priloga 2, Slika 4).

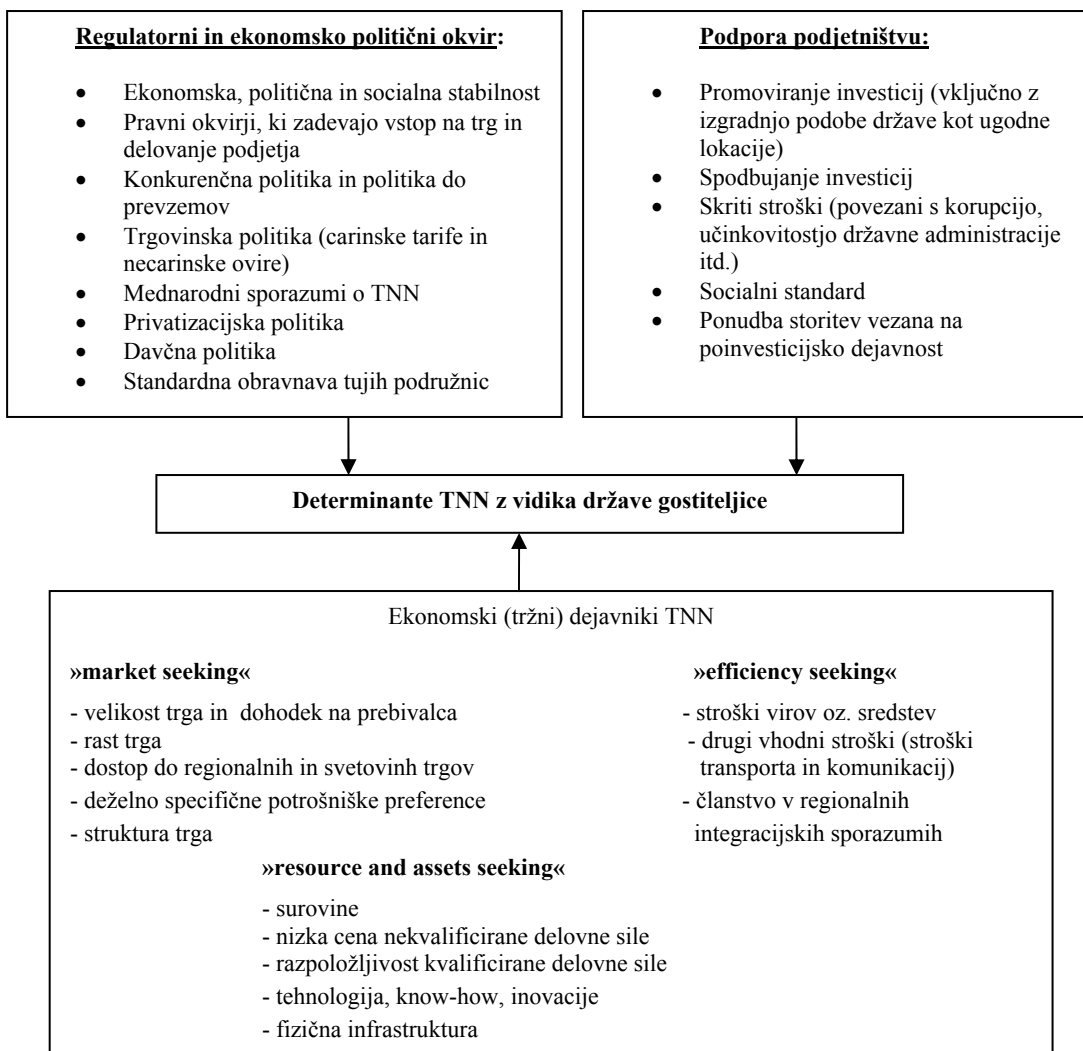
V naslednjem poglavju bodo obravnavane determinante, dejavniki, ki privabljajo kapitalske tokove. Analizirani bodo predvsem »pull« faktorji, torej absorpcijske sposobnosti posamezne države.

#### **4.1.1 Determinante prilivov TNN:**

Z vidika države gostiteljice lahko vhodne TNN razdelimo na tiste, ki jih privabijo ekonomski (tržni) dejavniki in tiste, ki so odvisne od investicijske klime, kamor spada regulatorni in ekonomsko politični okvir in podpora podjetništvu. Med TNN, ki jih privabljajo ekonomski dejavniki, je smiselno z vidika motivacije oziroma vzorca strateškega obnašanja tujih investitorjev še dodatno razlikovati med TNN, ki prihajajo primarno zaradi trga države (t.i.

»market-seeking<sup>12</sup>« oziroma horizontalne TNN), in med TNN, ki prihajajo predvsem zaradi izkoriščanja razlik v razpoložljivosti in ceni proizvodnih dejavnikov (vertikalne TNN, kot so »resource and assets-seeking<sup>13</sup>« ter »efficiency-seeking<sup>14</sup>« investicije). Zadnje navedeno kategorijo TNN pa privabijo predvsem razlike v razpoložljivosti in ceni osnovnih proizvodnih dejavnikov, dostop do različnih sposobnosti in strokovnih znanj v državi prejemnici, izkoriščanje ekonomij obsega, razlik v okusih potrošnikov, itd. (Vojsk, 2003, str. 17).

Slika 2: Determinante TNN z vidika države gostiteljice



Vir: World Investment Report, 1998: Trends and Determinants, str. 91.

<sup>12</sup> Market-seeking investment: TNN motivirane s trgov

<sup>13</sup> Resource and assets-seeking investment: TNN motivirane z viri oz. proizvodnimi dejavniki

<sup>14</sup> Efficiency seeking investment: TNN motivirane z možnostmi učinkovitejše proizvodnje

Infrastrukturne pogoje, oz. tako imenovani minimum, da investitorji sploh začnejo razmišljati o investiciji v določeno državo, predstavljajo ekonomska in politična stabilnost<sup>15</sup>, odnos do tujih investitorjev, davčna politika, konkurenca, trgovinska in privatizacijska politika, stabilnost deviznih tečajev in podobno (Rojec, 1993, str. 133-134).

#### 4.1.2 Determinante prilivov TPN

Med najpomembnejšimi notranjimi dejavniki so strukturne reforme v državah. Prehod v tržno gospodarstvo in demokratizacija sta bila tujim investitorjem osnovna pogoja zanimivega okolja. S privatizacijo so se na borzah pojavile delnice privatiziranih podjetij, kar je osnova za portfeljske investicije.

Štiri osnovni dejavniki, ki prispevajo k močnejšim pritokom TPN v gospodarstvo, so po mnenju avtorjev MDS naslednji (Vojsk, 2003, str. 4):

- strukturne spremembe in spremembe v fiskalni politiki države prejemnice kapitala, ki naj bi stabilizirale okolje za investiranje in izboljšale potencialno donosnost naložbe,
- restriktivnejša kreditna politika ali naraščanje domačih obrestnih mer,
- zunanji dejavniki, kot so zniževanje obrestnih mer v tujini oziroma pričakovanje zmanjšanja kapitalskih donosov ter recesija v državah izvoznicah kapitala, “čredni učinek”, ki pomeni prilagajanje trenutnim trendom v premikih kapitala in je lahko tudi posledica pretiranih reakcij na nove informacije. Finančni pritoki v določeno državo so mnogokrat presegli pričakovanja vlad glede na izpeljane strukturne spremembe in/ali spremembe zunanjih dejavnikov. Pri morebitnem umiku kapitala pa je “čredni učinek” lahko še bolj izrazit.

---

<sup>15</sup> Ena od pomembnejših determinant prilivov TNN je demokracija. Države, ki so šele pred kratkim stopile na pota demokracije, imajo manj možnosti za prilive TNN kot države, kjer se demokracija že dolgo razvija. Trajanje režima za mednarodna podjetja pomeni, kako stabilno je okolje za njihove investicije. Države z dobro razvito demokracijo imajo boljše varovanje zasebne lastnine, kar je za investitorje zelo pomembno. Po drugi strani pa imajo tudi avtoritarni režimi pogosto prikrita povezave z monopolnimi mednarodnimi podjetji, njihove investicije pa koristijo predvsem vladajoči eliti (Olson, 1993). Vrsta režima torej vpliva na odločitve investitorjev.

Za investitorje je zelo pomembno tudi trajanje režima – čas ko je bila v državi demokracija ali avtokracija. Trajanje režima pomeni za mednarodna podjetja kako stabilno je okolje za njihove investicije (Friedman 1999, Oman 2000). Implementacija programa IMF se pogosto kaže kot zaveza k izvajanju konkretnih reform, kar naj bi pomenilo višje stopnje TNN (Bird & Rowland, 2002). Po drugi strani pa kar nekaj uglednih ekonomistov (Jensen, Vreelan, Gould, ...) trdi, da državi, ki se zaveže k izvajanju programa IMF, sledi zmanjšanje TNN.

Velike korporacije iščejo ne glede na volilni sistem ali trenutno politično opcijo predvsem države s prilagodljivim tržnim sistemom, ki se obrača v smeri svetovnih ekonomskih trendov (Jensen, 2006).

## 5 FINANČNA INTEGRACIJA V EU IN DRŽAVAH CEE

Zadnjih 15 let je so imele države Srednje in Vzhodne Evrope veliko prilivov finančnega kapitala. Le ti so bili posledica odprtosti finančnih trgov (liberaliziran kapitalski in finančni račun), relativno visoke stopnje človeškega kapitala in institucionalnih okvirjev, ki so podobni ali pa se še približujejo tistim iz držav EU. Empirični podatki kažejo veliko »nakopičenje« zunanjih obveznosti nekaterih držav CEE, v primerjavi z ostalimi trgi (državami) v razvoju. Za razliko od prejšnjih primerov visokih pritokov kapitala v nekatere trge v razvoju (Latinska Amerika v poznih 70-ih in začetku 90-ih) so bili pritoki kapitala v države CEE zelo pomembni pri financiranju primanjkljaja v tekočem računu PB.

Prilivi lastniškega kapitala omogočajo državi prejemnici, da si tveganje z tujimi investitorji porazdeli bolj kvalitetno, kot bi ji to omogočal zunanji dolg. Po drugi strani pa je ponavadi obrestna mera na tuji kapital višja kot na zunanji dolg (tuji investitorji zahtevajo lastniško premijo). Od leta 1994 do leta 2004 so prilivi kapitala za države CEE v povprečju na leto znašali 10% BDP-ja, (16% - Estonija in Latvija), njihov primanjkljaj v tekočem računu pa je v povprečju znašal 5,5% BDP-ja (največ v Estoniji 8,4%). Za primerjavo, povprečni primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance za države Latinske Amerike je bil v istem obdobju le okoli 2,2% BDP-ja. Države CEE so veliko bolj nedovzetne za mednarodne finančne krize kot ostali trgi v razvoju. Sami prilivi kapitala so bili v preteklosti veliko bolj stabilni kot v ostalih regijah v razvoju, zato se je finančna integracija (merjena kot vsota zunanjih sredstev in obveznosti, deljena z BDP) v tem obdobju podvojila. Iz začetnih 80% BDP-ja se je dvignila na 160 % BDP-ja v letu 2004. V Estoniji znaša celih 250% BDP-ja, na Hrvaškem, Madžarski in Latviji pa 180% BDP-ja.

Delno so te spremembe oz. razvoj posledica globalnih trendov povečevanja čezmejnih finančnih tokov kapitala. So pa tudi in predvsem posledica odprtja (liberalizacije) kapitalskih in finančnih računov držav CEE, reformnih politik, ki so povečale globino finančnih trgov. Kljub temu, da ostaja stopnja finančne integracije držav CEE precej nižja od držav EU-15, pa je pomembno, da je višja kot v ostalih državah v razvoju (Priloga 4, Slika 6).

### 5.1 SESTAVA KAPITALSKIH TOKOV

V začetni fazi tranzicije je bila večina zunanjih obveznosti držav Srednje in Vzhodne Evrope v obliki zunanjega dolga (external debt). Za celotno regijo je delež obveznosti lastniškega kapitala znotraj vseh tujih obveznosti predstavljal le okoli 10%. V zadnjih 10. letih pa se je ta delež povečal na blizu 50%. Ta delež je sedaj približno takšen kot v ostalih državah v razvoju in kar precej višji od povprečja držav EU-15 (Priloga 3, Slika 5). Še večja razlika pa se pokaže, če iz obveznosti lastniškega kapitala izvzamemo (se osredotočimo na) tuje neposredne naložbe. Za države CEE je namreč značilno, da večino obveznosti lastniškega kapitala (equity liabilities)

predstavljajo tuje neposredne naložbe, medtem ko v državah EU-15 med obveznostmi lastniškega kapitala prevladujejo portfeljske lastniške obveznosti (portfolio equity liabilities).

V mednarodni plačilni bilanci držav CEE pod postavko (zunanja) sredstva prevladujejo kreditna imetja in devizne rezerve (exchange reserves). Nasprotno v državah EU predstavljalo kreditna imetja zanemarljivi delež zunanjih imetij (external holdings), večino predstavljajo imetja lastniškega kapitala. Kreditna imetja večine držav CEE v povprečju znašajo malo pod 50% BDP-ja (Priloga 7, Slika 10).

Lane in Milesi-Ferretti (2006, str. 6-8) menita, da lahko tudi za države CEE pričakujemo, da se bodo z višjim dohodkom in prosto trgovino povečale njihove neposredne in portfeljske naložbe v tujino. Ko bodo tuja sredstva privatnega sektorja postala bolj mednarodno razpršena, se bo tudi zmanjšala relativna velikost kreditnih imetij.

**Tabela 1:** Sestava neto zunanjih pozicij (kot delež BDP-ja) za 10 novih članic EU in Hrvaške, 2004

	Neto tuja sredstva	kreditna sredstva (terjatve), in rezerve	Vrednostni papirji (lastniški)	Obveznosti iz naslova dolgov	Obveznosti iz naslova lastniškega kapitala	Stopnja rasti
Bolgarija	-47,8	62,9	-0,1	70	40,5	5,5
Češka	-34,6	58	5,9	37,2	61,4	3,6
Slovaška	-37,5	54,2	5,3	50,6	46,5	4,9
Estonija	-99,7	59,6	16,3	70,7	104,9	5,8
Latvija	-55,0	65,4	2,2	88	34,6	6,2
Madžarska	-96,9	35,4	6,7	64,9	74	3,9
Litva	-38,9	31	2,1	42,4	29,6	6
Hrvaška	-64,5	54,2	7,5	84,8	41,4	4,4
Slovenija	-18,0	55,1	11,3	58,9	25,5	3,7
Poljska	-53,3	30,1	1,5	44,2	40,7	3,8
Romunija	-34,8	30	0,4	37,4	27,9	5

*Vir: P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti, Capital Flows to Central and Eastern Europe, 2006, str. 21.*

Iz zgornje tabele (Tabela 1) lahko razberemo, da za nove članice EU (s Hrvaško) poleg obveznosti iz naslova lastniškega kapitala predstavljajo velik delež tudi obveznosti iz naslova dolgov. Med njimi prevladujejo doma izdani izvedeni finančni instrumenti dolga (foreign-owned debt securities) v lasti tujcev, tuja posojila, tuji depoziti in trgovinski krediti. Leta 2004 je imela Estonija med državami CEE največji delež obveznosti lastniškega kapitala znotraj deleža BDP-ja (104% BDP-ja), sledita Madžarska in Češka. Vse tri države so znane po zelo odprtih trgih in velikih razprodajah državnega premoženja. (Berčič & Aristovnik, 2006, str. 8-10). Najnižji delež obveznosti lastniškega kapitala pa je imela Slovenija.



Če se znotraj obveznosti lastniškega kapitala osredotočimo samo na vhodne TNN, je bila Slovenija leta 2005 ponovno na dnu lestvice po deležu vhodnih TNN (kot delež BDP-ja). V skupini držav novih članic EU pa so imele najvišje deleže TNN glede na delež BDP-ja Estonija (93,6%), Malta (77,3%), Madžarska (55,9%), Ciper in Češka (UNCTAD, 2006). Vzroki za tako majhne pritoke TNN v Slovenijo so počasna privatizacija in močna lastniška prisotnost države v gospodarstvu, problemi pridobivanja zemljišč, slaba konkurenčnost delovne sile in toga zakonodaja, administrativne ovire pri registraciji podjetja in dovoljenja za zaposlovanje tujcev ter negativna podoba Slovenije kot lokacija za TNN (Rojec, Redek & Kostevc 2007; str. 2-4).

Kaj pa neto zunanje pozicije držav CEE konec leta 2004? Vseh 11 držav ima negativno neto pozicijo lastniškega kapitala, še najmanj Slovenija (15% BDP-ja). 9 držav ima negativno tudi neto pozicijo zunanjega dolga, vendar je ta delež manjši kot pri lastniškem kapitalu. Izjema sta Češka in Slovaška, ki imata neto terjatve iz naslova dolga (priloga 6, slika 8).

Za v prihodnje se pričakuje, da se bo trend rasti TNN zmanjšal, posebej v državah, kjer TNN predstavljajo velik delež domačega kapitala. Konec leta 2004, je obseg (stock) TNN v Estoniji prestavljal 90% BDP-ja, na Madžarskem pa 60%.

## **5.2 POSLEDICE VELIKIH PRILIVOV FINANČNEGA KAPITALA**

Velik delež TNN med zunanjimi obveznostmi držav CEE ima kar nekaj zanimivih posledic oz. implikacij. Prvič, TNN imajo lastnost razdelitve tveganja, kar pomeni, da donos tujemu investitorji ni fiksen, temveč je odvisen od učinkovitosti naložbe. Tako so si lahko države CEE privoščile večji primanjkljaj tekočega računa PB kot bi bilo možno sicer. Posledica je bila hitrejša konvergenca držav CEE. Drugič, upoštevajoč vlogo TNN pri transferju nove tehnologije, so na zvišanje produktivnosti in rasti prihodka vplivali tudi prilivi kapitala. TNN dokazano ustvarja nova delovna mesta, povečuje industrijsko produkcijo in izvoz, prinaša nova znanja (know how) ter izboljšuje managersko znanje (Vojsk, 2003, str. 20).

Vendar imajo ti prilivi tudi svojo slabo stran. Ko začnejo naraščati investicijski prihodki in stroški kapitala (principal repayments), morajo države prejemnice kapitala s prihodnjim trgovinskim presežkom zagotoviti stabilizacijo ali zmanjšanje zunanjih obveznosti glede na velikost gospodarstva. Velikost trgovinskega presežka pa ni odvisna samo od količine (stock) obveznosti do tujine, temveč tudi od stopnje gospodarske rasti in pričakovane obrestne mere tako obveznosti kot terjatev, ki jih ima posamezna država do tujine. Na tem mestu se zastavlja vprašanje zakaj tako malo TPN v države CEE. CEE države imajo slabo prakso upravljanja oz. manegiranja (corporate governance). To odvrča tujce, saj so upravičeno zaskrbljeni, da bi ali insajderji (v podjetju) ali pa sama država preusmerili dobičke podjetij v svoj žep. Tako se pričakuje, da se bo v naslednjih letih delež portfeljskih investicij povečal, takoj ko bodo države

izvedle vse potrebne gospodarske reforme, ki bodo privedle do učinkovitejših ekonomskih praks (Stulz, 2006, str. 281).

V prihodnosti se pričakuje, da bodo z rastjo prihodkov v državah CEE in večjo trgovinsko odprtostjo tudi večji del zunanjih sredstev omenjenih držav predstavljale neposredne in portfeljske naložbe. Dodatno pa se bodo zmanjšale tuje devizne rezerve z mednarodno diverzifikacijo privatnih portfeljev.

Najpomembnejši vir TNN v države CEE je območje evra. Med njimi pa še posebno izstopata Nemčija in Avstrija, Finska kot pomemben investitor na območju baltskih držav, Grčija pa za Bolgarijo in Romunijo. Pri TPN imata pomembno vlogo tudi ZDA in Velika Britanija. Kljub temu pa ostaja območje držav evra za celotno območje držav CEE še vedno najmočnejši portfeljski investitor.

## **6 FINANČNA INTEGRACIJA V DRŽAVAH LATINSKE AMERIKE**

Ekonomsko najmočnejše države Latinske Amerike (Brazilija, Argentina, Paragvaj, Urugvaj) so povezane v carinsko unijo Mercosur. Države Mercosura, države Andske skupnosti in Čile imajo še dodatno sklenjen prostotrgovinski sporazum. Kljub temu bi to območje težko označili za enoten gospodarski prostor, saj so tako gospodarstva kot makroekonomska politika omenjenih držav zelo različna. Medsebojna menjava med državami predstavlja le 15% njihove zunanje trgovine.

Za Latinsko Ameriko je značilno tudi, da se finančne borze gibljejo v večji soodvisnosti kot realno gospodarstvo, razen seveda ob finančnih ali gospodarskih krizah (Mehiška, Argentinska). Drugače pa pretresi na Latinskoameriških finančnih borzah nimajo podlage v gibanjih realnega sektorja. Neurejene javne finance ponavadi na finančne trge vnašajo nemir, otežujejo obrestno politiko centralnih in komercialnih bank ter, kar je najpomembnejše – vplivajo na splošno oceno varnosti vlaganj v državi in pogosto povzročajo panično ali neracionalno obnašanje vlagateljev ali posrednikov. Poslovanje na Latinskoameriških borzah (portfeljske naložbe) je tako zelo nepredvidljivo in polno presenečenj. Veliko bolj varne so TNN v izvozni sektor Latinske Amerike (Sjekloča, 2005, str. 5-7).

Prilivi finančnega kapitala v Latinsko Ameriko so začeli na začetku 90-tih let strmo naraščati. Portfeljske naložbe so dosegle vrh leta 1993, TNN pa leta 2003. Vzrok za padec naložb v države Latinske Amerike sta bili dve večji finančni krizi (Priloga 8, Slika 11).

Mehiška kriza je bila tako imenovani »dvojček«, leta 1992 je Mehiko doletela dolžniška kriza, leta 1994 pa sta sledila še zlom bančnega sistema ter devalvacija pesa. Finančna pomoč ZDA in

Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju MDS) je omogočila, da se kriza ni razširila na sosednje ekonomije (Dražnik, 2005, str. 35).

Leta 2001 je predvsem zaradi visokega zunanjšega in javnega dolga prišlo do Argentinske krize. Sledila je devalvacija pesa, nato »default<sup>16</sup>« dolga države. Leta 2004 je bil z večino glasov upnikov sprejet dogovor o dokončnem prestrukturiranju argentinskega zunanjšega dolga (Sjekloča, 2005, str. 9-12).

Po letu 2003 so prilivi finančnega kapitala začeli ponovno naraščati. Zdrava gospodarska rast Latinske Amerike (v letih 2005-2006 je znašala 4,5 %), čeprav še vedno nižja kot na azijskih trgih razvoja (8,8%), je prepričala veliko investorjev, tako dolgoročnih kot kratkoročnih.

Leta 2006 so vhodne TNN v Latinsko Ameriko (s Karibi) znašale 72 milijard dolarjev, izhodne pa so se od leta 2005 povečale za 115% in tako znašale rekordnih 41 milijard dolarjev (WIR: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development, 2007, str. 3).

## **6.1 TUJE NEPOSREDNE NALOŽBE (TNN)**

Vedno bolj stabilni tokovi kapitala po privatizaciji v letih 1990 so povzročili dokazano (measurable) ekonomsko rast v regiji (Birch, 1991; Bird, 1996; Grosse, 1997, 2001).

Vzrokov za povečane TNN je več, med najpomembnejšimi pa sta zagotovo porast povpraševanja po vseh vrst komoditet (potrošništvo) ter velika naravna bogastva. Tretji dejavnik večjega pritoka TNN je povečana stabilnost političnega in ekonomskega stanja, ter stalna (čeprav nihajoča) gospodarska rast, ki je pripeljala do zmanjšanja tveganja in večjih donosov za investitorje (Birch, 2001; str. 141-158). Dodatni dejavniki, ki so v regijo pripeljali dolgoročne, trajne investicije, pa so stabilnejše regionalne valute, izboljšane državne in »podjetniške« bilance stanja ter zmanjšanje zunanjih dolgov držav.

Za države Latinske Amerike je še vedno značilna tudi visoka stopnja korupcije. Konec 80-ih in v začetku 90-ih je bila Latinska Amerika kritizirana zaradi »razpasle« korupcije v celotnem državnem aparatu. Posledica je bila slabo upravljanje tako z domačim kot tujim imetjem. Kljub temu veliko študij ugotavlja, da korupcija ne »zatre« tujih investicij. Mehika in Brazilija, za katere je značilna visoka stopnja korupcije, še vedno prejemata visoke vsote TNN (Huggins, 2007, str. 11).

Vendar je z vidika posameznega investitorja stopnja korupcije v državi pomemben indikator. Investitor mora računati na povečane vstopne stroške in slabšo transparentnost državnega

---

<sup>16</sup> Default dolga: nezmožnost odplačevanja dolga, posledica je delni odpis terjatev.

aparata. Posledica delovanja v takšnem sistemu je, da imajo določena podjetja lažji dostop na trg in nekonkurenčne prednosti pred tekmeci (Sjekloča, 2005, str. 5-7).

## **6.2 TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE (TPN)**

Na drugem mestu (po obsegu) so v Latinski Ameriki TPN, ki so kratkoročne in likvidne, investitorji pa iščejo predvsem visoke donose v čim krajšem času. Vrh so dosegle leta 1993, ko je znašal pritok skoraj 75 mrd dolarjev. Tako kot v ostalih tranzicijskih državah je tudi za države Latinske Amerike značilen »čredni« fenomen, ko investitorji v času krize zapustijo državo. To se je zgodilo leta 1994, ko je mehiška vlada enostransko za 20% devalvirala peso. Posledica je bil množičen umik tujega kapitala iz države, ravno v času, ko bi država potrebovala velike prilive kapitala. TPN so se začele ponovno zviševati, vendar le do leta 1997, ko so se začele vedno pogosteje pojavljati obvezniški odpisi (»default«), ki so posledično negativno vplivali na TPN, predvsem državne obveznice. Leta 2001 (Argentinska kriza, visoka inflacija) so postale TPN celo negativne, kljub temu pa so zelo pozitivno vplivale na lokalno ekonomijo, predvsem preko povečanih investicij in stabilizacije menjalnega tečaja.

Ravno zato poizkušajo države predvsem z večjimi premijami za tveganje ter z zmanjšanjem, marginalizacijo slabe transparentnosti in korupcije v državnih institucijah privabiti tuji kapital.

Tudi na priliv TPN imajo makroekonomski pogoji (BDP na prebivalca, inflacija, dolg, rast BDP, ...), politične in institucionalne spremenljivke podoben vpliv kot na v prejšnjem poglavju opisane TNN (Huggins, 2007, str. 11-15). Posebej močan vpliv ima zagotovo inflacija, ki negativno vpliva na vrednost obveznic in ostalih lastniških papirjev. Med domačimi pogoji imajo zelo pozitiven vpliv tudi ekonomske politike, ki promovirajo prost pretok finančnih sredstev.

## **6.3 PLAČILA EMIGRANTOV (REMITTANCES<sup>17</sup>)**

Za Latinsko Ameriko so plačila emigrantov zelo pomembna; vsako leto je poslano preko 60 milijard dolarjev. Za šest držav Latinske Amerike predstavljajo ti prilivi 10% BDP-ja. V zadnjih letih se plačila emigrantov zelo povečujejo. V največji meri je to posledica povečane emigracije delavcev iz Latinske Amerike ter prilagoditve bank. Tuje banke (predvsem ameriške) so se tesneje povezale z domačimi, posledično pa so se znižali tudi stroški pošiljanja plačil.

Nekateri avtorji izpostavljajo pozitivno vlogo, ki jih imajo omenjeni prilivi kapitala, med katerimi so konstantnost prilivov, diverzifikacija tveganja ter zmanjševanje neenakosti in

---

<sup>17</sup> Remittances: plačila emigrantov v domačo državo.

revščine. Drugi avtorji pa opozarjajo na »brain drain«, ko sposobni mladi kadri odidejo na delo raje v tujino, posledica pa je slabše ekonomsko stanje države (Huggins, 2007, str. 16).

Avtorji trdijo, da imajo lahko plačila emigrantov dve funkciji – ali se prelijejo v takojšnjo potrošnjo ali pa povečajo prihodnje investicije. Adams (1989, 1991, 1998) je dokazal, da kmetijska gospodinjstva, ki prejmejo večino teh plačil, zelo veliko razmišljajo o prihodnjih investicijah. Determinante prilivov plačil emigrantov so bile do sedaj slabo raziskane; še posebej politični<sup>18</sup> in institucionalni dejavniki, medtem ko je bilo za makroekonomske kazalnike dokazano, da nimajo značilnega vpliva na plačila emigrantov.

## **7 PREGLED EMPIRIČNIH ŠTUDIJ VPLIVA FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSKO RAST**

Teorija torej predvideva predvsem pozitivne vplive finančne integracije na gospodarsko rast. Rezultati različnih študij in člankov o vplivu finančne integracije na gospodarsko rast pa so največkrat različni. Med najnovejšimi študijami so redke dokazale pozitiven vpliv (statistično značilen) na gospodarsko rast, npr.: Rajan & Zingales, 1998; Guiso, Jappelli, Padula, & Pagano 2004; Quinn, 1997; Klein & Olive 2000; Bekaert, Harvey & Lundblad, 2001).

Študija Guiso et al. (2004) je s pomočjo regresije poizkušala oceniti vpliv finančne integracije na gospodarsko rast. V vzorec je zajela 22 evropskih držav ter za podatke uporabljala bazo UNIDO. Izračunali so (simulacija), da bo vpliv FI na evropsko gospodarsko rast od 0,1 do 0,2 procentne točke ob predpostavki, da bi FI povečala stopnjo razvitosti evropskih finančnih trgov na raven ZDA. Študija predvideva, da bi največ koristi od FI imele države, ki imajo slabo razvit finančni trg (Belgija, Danska, Grčija, Italija), države z dobro razvitim finančnim trgom pa bi imele manjše koristi.

Študija Klein & Olivei (2000) je dokazala statistično značilen vpliv odprtih finančnih in kapitalskih računov tako na »globino« finančnih trgov kot na gospodarsko rast. Ugotovitev se nanaša na industrijske države. Analizirali so podatke držav OECD in držav Latinske Amerike za obdobje med leti 1986-1995.

Veliko študij je prišlo do različnih, »mešanih« rezultatov glede vpliva FI na gospodarsko rast: Chanda (2000), Arteta, Eichengreen & Wyplosz (2001), Edison, Clein, Ricci & Slok (2002), Reisen & Soto (2001), Coricelli, Brezigar Masten & Masten (2007). Študija Coricelli et al. (2007) je analizirala 30 evropskih držav, zajela je podatke od leta 1996 do leta 2004. Študija je potrdila pozitiven vpliv tako finančne integracije kot finančnega razvoja na gospodarsko rast, vendar je le ta nelinearen. Veliko večji vpliv se je pokazal v tranzicijskih državah, medtem ko

---

<sup>18</sup> Med pozitivnimi (političnimi) dejavniki je zagotovo stopnja demokracije (Biglaiser & Deruen, 2001).

je v razvitih državah zelo nizek, oziroma pri večjem finančnem razvoju celo izgubi svojo značilnost. Avtorji tako trdijo, da je še pomembnejše od samega vpliva finančne integracije na gospodarsko rast, kako le ta stimulira razvoj domačih finančnih trgov tako v smislu globine kot institucionalnih okvirjev. Omogočili so tudi preverjanje »mejnih«<sup>19</sup> (threshold) učinkov finančne integracije. Manj razvite države naj bi tako po njihovem pridobile več z izboljšanjem, razvojem svojih domačih finančnih trgov kot s samo finančno integracijo. Na drugi strani pa finančno razvite države pridobijo več s finančno integracijo.

Študija Reisen & Soto (2001) je analizirala podatke 44 držav med leti 1986-1997. Avtorja sta poiskovala dokazati statistično značilen vpliv, ki ga imajo posamezni tokovi kapitala na gospodarsko rast države. Med šestimi vrstami tokov finančnega kapitala sta statistično značilen vpliv na gospodarsko rast uspela dokazati samo za TNN in portfeljske naložbe (portfolio equity flows). Za vse ostale tokove finančnega kapitala – tokovi portfelja obveznic (portfolio bond), dolgoročni bančni krediti, kratkoročni bančni krediti, javni finančni tokovi – pa nista uspela dokazati statistično značilnega vpliva.

Seveda pa je trenutno tudi veliko študij, ki jim ni uspelo dokazati nikakršnega (statistično značilnega) vpliva FI na gospodarsko rast: Alesina, Grilli & Milesi-Ferretti (1994), Grilli & Milesi-Ferretti (1995), Rodrik (1998), Edison, Levine, Ricci & Slok (2002). Med njimi ima zagotovo zelo pomembno »težo« študija avtorjev Edison et al (2002), ki je poizkušala zavrniti domnevo, da mednarodna finančna integracija nima vpliva na ekonomsko rast. V analizo so zajeli 57 držav, za obdobje od leta 1980 do 2000 ter za stopnjo finančne integracije uporabili dve različni vrsti mer (uradne restrikcije pretoka kapitala ter dejanska količina kapitala, ki je prečkala mejo). Preizkušali so tudi vpliv finančne integracije na gospodarstvo v različnih pogojih<sup>20</sup> ekonomskega, političnega, finančnega in institucionalnega okolja. Domneve niso mogli zavrniti, torej finančna integracija po njihovem nima vpliva na gospodarsko rast.

Vedno več novejših člankov vedno težje najde statistično značilen vpliv FI na gospodarsko rast. Jih pa večina navaja, da imajo odločilen vpliv na rast gospodarstva v določeni panogi predvsem mehki faktorji. To so človeški kapital, kultura podjetništva, učinkovitost prava, spoštovanje zasebne lastnine, integriteta vlade in podobno. Vse to vpliva na stopnjo rasti v posamezni državi. Avtorji dokazujejo, da če vse zgoraj omenjene značilnosti veljajo, ima lahko finančna integracija še dodaten pozitiven doprinos. Če pa po drugi strani država nima zadosti razvitega in s standardi zaščitenega finančnega trga, lahko nenadni odlivi kapitala povzročijo še večjo škodo, kot če se država sploh ne bi finančno odprla.

---

<sup>19</sup> Učinek finančne integracije na rast postane pozitiven šele, ko globina nacionalnih finančnih trgov doseže 115% BDP-ja. Vendar tudi države v razvoju, kjer so se "dobro" razvijali finančni standardi, lahko dosežejo, da ima finančna integracija pozitiven vpliv na rast že pri dosti manjši globini nacionalnega finančnega trga (Coricelli, Brezigar Masten & Masten, 2007, str. 21).

<sup>20</sup> Preverjali so, če je vpliv finančne integracije na rast odvisen od stopnje BDP na prebivalca, stopnje izobrazbe, stopnje finančnega razvoja, institucionalnega okolja in ostalih spremenljivk. Uporabili so pet različnih kazalcev finančne integracije. Statistično značilen vpliv se je pokazal samo v primeru nizkih dohodkov, pri vseh ostalih pa je bil vpliv finančne integracije na rast neznačilen.

Odločilen dejavnik pri privabljanju tujega kapitala (gre za finančno integracijo) in razvoju kvalitetnega, dobro delujočega finančnega trga je »absorpcijska sposobnost« posamezne države. Absorpcijska sposobnost tako zajema štiri široke pojme: delež človeškega kapitala, globino (oz. razvitostjo) finančnega sektorja, kvalitetno delujočo državno upravo in vladne makroekonomske politike. Absorpcijska sposobnost države pomeni, koliko ter predvsem, kako dobro je posamezna država sposobna tuje naložbe »preliti« v povečanje produktivnosti svojih podjetij. Le-ta pa je največji pospeševalec razvoja domačega gospodarstva (Prasad, Rogoff, Wei & Kose, 2003, str. 29). V naslednjem poglavju bodo predstavljeni konkretni vplivi, ki jih imajo lahko posamezni finančni tokovi na gospodarstva držav.

Zagotovo pa poleg štirih »širokih« pojmov, ki opredeljujejo absorpcijsko sposobnost posamezne države, vplivajo na prilive kapitala še drugi dejavniki. To so naravna bogastva, strukturni položaj PB, devizni tečaj, medsosedske odnosi med državami med katerimi potekajo tokovi kapitala, bližini držav in vsi zunanji dejavniki (stanje svetovne ekonomije), ki so bili opisani v poglavju o merjenju finančne integracije.

## **7.1 KONKRETNI VPLIVI FINANČNE INTEGRACIJE NA GOSPODARSKO RAST**

Med najpomembnejše koristi večjih pritokov finančnega kapitala v majhno odprto državo se prišteva umirjanje zunanjih pritiskov, zniževanje obrestnih mer, večje in bolj optimalno alocirane investicije ter gospodarska rast (Bole, 2000, str. 38).

Imajo pa lahko prilivi kapitala tudi negativne posledice na posamezno gospodarstvo; tako signalizirajo pregrevanje in nestabilnost gospodarstva, ki se lahko pokaže kot:

- večanje deficita tekočega računa,
- večjo potrošnjo,
- naraščanje cen in realnega deviznega tečaja,
- večjo ranljivost na nenaden preobrat v pritokih,
- zniževanje zunanje konkurenčnosti,
- povečan fiskalni dolg,
- nenadzorovana rast denarja, itn.

Ali se te posledice pojavijo in ali povzročijo destabilizacijo, pa je odvisno od vzrokov pritokov kapitala. Vplivi prilivov finančnega kapitala na gospodarstva ekonomij pa se zelo razlikujejo glede na posamezno vrsto priliva finančnega kapitala (TNN, TPN, bančni krediti). Vsaka vrsta priliva finančnega kapitala ima drugačen vpliv na gospodarstvo države, kar bo lepo razvidno iz naslednjih treh podpoglavij.

### 7.1.1 Tuje neposredne naložbe

Tuje neposredne naložbe odražajo predvsem dolgoročni in strateški interes investitorja v podjetju, ki vanj ne vloži samo finančnih sredstev, temveč tudi opremo, svoja poslovodna, marketinška in tehnološka znanja ter uporabo blagovnih znamk. Uporabna vrednost celotnega paketa, ki ga investitor da na voljo podjetju, v katerega investira, je večja kot vrednost vsake posamezne komponente tega paketa posebej. Poleg tega pa z vstopom novih tehnologij in znanj v državo pridobijo tudi ostala podjetja, ki se lahko učijo od podjetja v tuji lasti (Vojsk, 2003, str. 9).

Večina avtorjev je dokazala, da imajo od vseh vrst prilivov kapitala tuje neposredne investicije daleč najbolj pozitiven vpliv (in statistično značilen) na ekonomijo določene države (Reise & Soto, (2001), De Mello, (1999), Bosworth & Collins<sup>21</sup> (1999), ...).

Po Grahamu in Krugmanu obstajajo trije standardni viri koristi za državo prejemnico TNN. Kažejo se v naslednjih pojavih:

- naraščajoči donosi ekonomij obsega (s pomočjo TNN lahko sedaj podjetje proizvaja ožji izbor izdelkov v večjem obsegu),
- specializacija ob pomoči TNN krepi primerjalne prednosti podjetja v državi gostiteljici,
- okrepljena konkurenca, ki sili domača podjetja v izboljševanje in posodabljanje poslovnih procesov (Svetličič, 1996, str. 426).

Države od TNN običajno pričakujejo tudi, da bodo le te zapolnjevale finančno vrzel domačega gospodarstva, kar je nesmiselno. Res da TNN na kratek rok pomenijo priliv tujega kapitala, na dolgi rok pa je za pričakovati (če je naložba učinkovita) večji odliv finančnega kapitala. Najpomembnejši učinek TNN je zato iskati v izboljšanju učinkovitosti domače proizvodnje, izboljšani alokaciji resursov med sektorji, izpopolnitvi procesov in organizacijske strukture, tehnoloških spremembah ter ekonomskemu sodelovanju med državama povezanih podjetij (Filej, 2004, str. 13).

Možni pa so seveda tudi negativni učinki TNN:

- kupnina se lahko prelije v potrošnjo, predvsem uvozno potrošnjo, kar vpliva na manjši neto izvoz države in posledično se seveda zmanjša gospodarska rast države,
- možno prekinjanje poslovnih vezi med podjetji znotraj gospodarstva, saj podjetje, ki je prej sodelovalo z domačimi dobavitelji, dobi sedaj dobavitelje od zunaj,

---

<sup>21</sup> Bosworth in Collins (1999) sta ugotovila, da je več TNN in bančnega posojanja v pozitivni povezavi s povečanim domačim investiranjem. Po drugi strani pa pri portfeljskih investicijah, čeprav so pozitivno povezane z domačim investiranjem, nista uspela dokazati statistično značilnega vpliva.

Do enakega zaključka je prišla tudi študija svetovne banke Global Development Finance (2001), ki je v analizo vključila še več držav, prav tako je zajela daljše obdobje.



- če država nima kvalitetno urejene politike varstva konkurence, lahko pri prevzemih in združevanjih velikih podjetij nastajajo monopoli in oligopoli,
- tuja multinacionalna podjetja dokazano manj vlagajo v domače lokalno okolje in so bolj obremenjena s profitnim motivom (Mencinger, 2003, str. 17).

### **7.1.2 Portfeljske naložbe**

Glavni cilj portfeljskih naložb je čim večja donosnost naložbe, ki jo dosežejo z razliko med prodajno in nakupno ceno vrednostnih papirjev ter z dividendami oziroma obrestmi. Če gre za TPN, moramo dodati še razliko, ki nastane zaradi različnega deviznega tečaja ob nakupu in ob repatriaciji finančnih sredstev, pridobljenih s prodajo vrednostnih papirjev v državo investitorja (Vojsk, 2003, str. 18).

Tuje portfeljske investicije povečujejo likvidnost domačih trgov lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev, povečujejo obseg finančnih sredstev na domačih trgih (ki so na voljo tako domačim kot tujim podjetjem), krepijo lokalno finančno infrastrukturo in povečujejo konkurenčnost lokalnih podjetij (World Investment Report, 1997, 1998, str. 108).

Portfeljske naložbe v državah v razvoju niso pomenile bistvenega dela financiranja predvsem zaradi omejitev, ki so jih vpeljale države gostiteljice (kot npr. zahtevani minimalni čas posesti, višji davki za kapitalske dobičke, kontrola deviznih tečajev, diskriminacija tujih investorjev in nerazviti sekundarni trgi). Vendar pa se klima za portfeljske naložbe v teh državah izboljšuje. Razlogov je več: mnoga podjetja v državah v razvoju so prerasla domače kapitalske trge in iščejo nove vire kapitalskih injekcij (bančni krediti so postali nezadostni), lastniški kapital ne zahteva periodičnih fiksnih odplačil, torej ne vpliva na plačilno bilanco države, tudi Svetovna banka in ostale regijske razvojne banke propagirajo domači trg delnic in obveznic.

### **7.1.3 Bančna posojila**

Bančna posojila so obravnavana v tem poglavju predvsem v kontekstu mednarodnih kapitalskih tokov. Zato nas ne zanimajo domača posojila oz. domači kreditni trg, temveč samo tuja bančna posojila. Bančna posojila spadajo v PB pod kategorijo drugih naložb. Druge naložbe zajemajo druge vrste finančnih transakcij (razen transakcij s sredstvi mednarodnih rezerv, ki se izkazujejo posebej). Terjatve in obveznosti iz naslova drugih naložb zajemajo kratko in dolgoročne trgovinske kredite, posojila (skupaj s porabo kreditov MDS, posojili MDS in posojili v zvezi s finančnimi najemi), gotovino in vloge ter preostale terjatve oziroma obveznosti (Statistični letopis Slovenije).

Tuja posojila so mnogim državam v razvoju omogočila prestrukturiranje nekonkurenčnega gospodarstva. Za preživetje so morali vlagati v posodobitev in razvoj tehnologije ter investirati v infrastrukturo. Povečano investicijsko dejavnost je tako financiral domači sektor ali tujina. Za države v razvoju so med tujimi obveznostmi na začetku 90-ih prevladovali predvsem krediti (bančna posojila), v manjšini so bili to prilivi lastniškega kapitala (TNN, TPN). Za države CEE so krediti do tujine na začetku 90-ih predstavljali skoraj 85% vseh obveznosti do tujine, pri ostalih državah v razvoju pa je delež tujih posojil znotraj celotnih obveznosti do tujine znašal blizu 70 %. Danes je drugače. Delež tujih posojil se je pri obeh skupinah držav zelo zmanjšal (celo pod raven EU), zato se pričakuje, da se bo v prihodnje ponovno nekoliko povečal (Priloga 6, Slika 8).

Pritoki kreditov pa so imeli v preteklosti (predvsem za države CEE) zelo pomembno vlogo pri financiranju primanjkljaja v tekočem računu PB, kar pa ni veljalo za ostale trge v razvoju. Države CEE so si tako nakopičile veliko zunanjih obveznosti. V začetni fazi tranzicije je bila večina zunanjih obveznosti držav CEE v obliki zunanjega dolga.

Moramo ločiti med tujimi posojili, ki imajo lahko velik vpliv na plačilno bilančno ravnovesje, in domačimi krediti, ki nam govorijo o razvitosti (globini) kreditnega (finančnega) trga. Obe kategoriji sta tudi zelo povezani.

Za Slovenijo velja, da je bančni sistem zaradi premajhne rasti domačega varčevanja glede na dana posojila prisiljen najemati posojila v tujini, da lahko daje posojila predvsem nefinančnemu sektorju in prebivalstvu (Košak, 2007, str. 1).

Slovenija ima po vrednosti tujih posojil nebančnemu zasebnemu sektorju (merjen kot delež BDP-ja) med novinkami EU-10 najvišjo vrednost. V letu 2004/2005 je delež tujih posojil nebančnemu zasebnemu sektorju znašal več kot 2,5-kratnik slovenskega BDP-ja (Priloga 3, Slika 5).

Po mnenju nekaterih avtorjev, Slovenija z neposrednim zadolževanjem pri tujih bankah nadomešča prisotnost tujih bank na domačem trgu, medtem ko v večini drugih držav čezmejna posojila dopolnjujejo domače trge. To zlasti velja za Estonijo in Latvijo.

Iz Priloge 2 lahko razberemo, da imajo vse države EU-10 vrednost tujih posojil večjo od vrednosti njihovega BDP-ja. Tuje zadolževanje in neposredne naložbe močno vplivata na gospodarsko rast novih članic in hitrost približevanja državam EU 15. Bolj podrobno o tem pa v naslednjem poglavju.

## 8 Razvitost finančnega trga EU in Slovenije

Že Schumpeter je prepoznal pomembnost dobro razvitega finančnega sistema (trga) za večjo uveljavljenost (prodor) tehnoloških inovacij, akumulacijo kapitala in gospodarski razvoj. Večina avtorjev današnjega časa, ki je preverjala vpliv finančnega razvoja na gospodarsko rast je potrdila njen pozitiven vpliv na gospodarsko rast (King & Levine, 1993; Beck & Demirgüç-Kunt, 1998; Rajan & Zingales, 1998; Guiso, Jappelli, Padula & Pagano, 2004).

Članek avtorjev Coricelli, Jazbec & Masten (2007) je dokazal pozitiven vpliv finančnega razvoja na rast. Vendar je le ta nelinearen. Veliko večji vpliv se je pokazal v tranzicijskih državah, medtem ko je v razvitih državah zelo nizek oziroma pri večjem finančnem razvoju celo izgubi svojo značilnost. Ugotovili so tudi, da so nacionalni finančni trgi tudi ob visoki stopnji finančne integracije zelo pomembni za razvoj. Po drugi strani pa so avtorji za države EU-15 ugotovili, da ima na finančna integracija veliko bolj pozitiven vpliv na gospodarsko rast kot poglobljanje (razvoj) finančnih trgov.

Najbolj pogosto uporabljene mere velikosti za oceno finančnega razvoja oziroma globine finančnega trga so tržna kapitalizacija, domači krediti in krediti zasebnemu sektorju v razmerju BDP-ja. Prva mera nam pove, kako razvit je trg kapitala, oziroma kolikšen delež BDP-ja po vrednosti predstavljajo vsi vrednostni papirji, izdani v določeni državi (sem spadajo delnice, obveznice in menice). Drugi dve meri pa nam predvsem govorita o razvitosti trga kreditov, torej koliko kreditov odobrijo domače finančne institucije.

Čeprav smo bili v zadnjih letih priča precejšnjemu povečanju kreditnih in kapitalskih trgov novih držav članic EU, so le-ti v primerjavi z EU-15 še vedno plitki. Finančni trgi novih držav članic EU (po metodologiji IFC<sup>22</sup>) spadajo tako med razvijajoče se trge (emerging markets). Največji problemi evropskih razvijajočih se trgov so tako še vedno nestanovitnost, likvidnost, odtok kapitala, dokaj nestabilne ekonomske razmere, (ne)učinkovitost pravnega sistema, odsotnost načel upravljanja podjetij, računovodski standardi in integracija v mednarodno okolje. Po mnenju dr. Veselinoviča lahko mladi, nastajajoči trgi preživijo samo v okviru nišnih, specializiranih in/ali regionalnih aktivnostih. Finančni sektor v novih državah članicah EU je še vedno bančno orientiran, kljub temu, da se je v zadnjih petih letih tržna kapitalizacija borznega trga hitreje povečevala kot rast domačih kreditov prebivalstvu (Tabela 2).

---

Po metodologiji IFC je razvijajoči se trg vsak trg, ki izpolnjuje vsaj enega od dveh kriterijev:

- država, kateri trg pripada, ima nizek ali srednji BDP na prebivalca (v vsaj enem letu od treh zadnjih let)
- tržna kapitalizacija (ponavadi se meri samo za delnice) je nizka v primerjavi z BDP pripadajoče države (v vsaj enem od zadnjih 3 let).

**Tabela 2:** Domači krediti prebivalstvu in tržna kapitalizacija borznega trga, 2005 (v % BDP)

	domači krediti prebivalstvu			tržna kapitalizacija borznega trga		
	2000		2005	2000		2005
Latvija	16,9		60,1	7,4		17,4
Estonija	24		60	32,4		26,5
Litva	11,4		35,1	13,9		31,8
Madžarska	30,1		51,1	25,8		31,9
Hrvaška	36		55,6	14,5		35,2
Slovenija	35,8		53,8	13,6		23,8
Bolgarija	12,6		44,5	4,8		20,1
Romunija	7,2		10,2	3,4		22,3
Poljska	26,6		27,8	17,9		31,6
Slovaška	51,3		36,2	3,5		9,5
Češka	49,9		37,6	19,3		31,8
Evropska unija	74,4		85,5	78,7		67

*Vir: F. Coricelli, Poglobljanje finančnega trga in finančna integracija novih držav članic EU, 2006, str. 75.*

Stopnja razvitosti trga kapitala v državah CEE, merjena s tržno kapitalizacijo kot delež BDP-ja se je v zadnjih desetih letih več kot podvojila. Vzrok lahko poiščemo v privatizacijskih procesih, ki so povzročili množično delničarstvo. Potreben je bil organiziran trg, da se je lahko prenos lastništva med novonastalimi delničarji opravljal kar se da transparentno, regulirano in pošteno (Veselinovič, 2007, str. 1), kljub vsemu pa je v primerjavi z državami EU-15 tržna kapitalizacija držav CEE še vedno nizka (Priloga 5). Države »nove« Evrope (12 članic) imajo skupaj tržno kapitalizacijo 300 mrd evrov, kar predstavlja le 3,5% tržne kapitalizacije držav EMU (8200 mrd evrov).

Kreditni trgi v novih državah članicah so postali bolj dinamični in so v letih od 2000 do 2005 močno porasli. Stopnja rasti kreditov prebivalstvu glede na BDP je bila izjemna v Estoniji in Latviji. Na Češkem in Slovaškem se kaže zmanjšanje kreditnih razmerij v istem obdobju, kar je posledica odpisa neizterljivih kreditov iz bančnih bilanc stanja.

Napredek v smeri bančnih reform je bil veliko hitrejši v državah srednje vzhodne Evrope in Baltskih državah (CEB - 8 držav) kot v državah jugovzhodne Evrope (SEE) (glej seznam kratic). V letih 2000-2005 so države CEB v primerjavi z EU zmanjšale razliko v razvitosti kreditnih trgov in dosegle raven razvitosti nekaterih ostalih držav v razvoju (Brazilija, Filipini). Krediti zasebnemu sektorju so tako v državah CEB v tem obdobju narasli za več kot 70% in se skoraj podvojili v državah SEE (Coricelli, 2007, str. 75-76).

Tranzicijske države so začele s preoblikovanjem finančnih trgov na še nižji ravni kot države s primerljivimi trgi v razvoju (emerging markets). Stopnja finančnega razvoja v tranzicijskih

državah je tudi 15 let po začetku tranzicije veliko pod povprečjem EU15. Vzrok leži v težavnem in obsežnem preoblikovanju ter uveljavljanju tržnih struktur ter institucionalnih okvirjev za uspešno delovanje finančnega sektorja, ki preko institucij odločilno vpliva na ekonomsko rast in stabilnost države (Coricelli, Jazbec & Masten, 2007, str. 7).

Kljub temu pa so zgornje mere nepopolne. Vedno bolj se uveljavljajo mere z institucionalnimi spremenljivkami. EBRD je za nove članice določila indikatorje (kazalnike) napredka pri izboljševanju finančnih trgov (ocena 4+ pomeni dokončanje tranzicije). Čeprav so v povprečju nove članice EU dosegle veliko višje ocene od držav nekdanje Ruske federacije, ostaja še veliko področij, kjer so ostale „luknje“, ki jih bo treba v naslednjih letih zakrpati. Tranzicijski proces izboljševanja se še vedno ni končal za področje reform finančnih trgov, privatizacije, politike konkurence in reforme infrastrukture (Coricelli et al., 2007, str. 10).

**Tabela 3:** Tranzicijski indikatorji napredka za leto 2006

	<i>Privatizacija velikih podjetij</i>	<i>Privatizacija malih in srednjih podjetij</i>	<i>Prestrukturiranje Podjetništva</i>	<i>Liberalizacija cen</i>	<i>Bančne reforme in liber. obrestnih mer</i>	<i>Nebančne finančne institucije in trgi VP</i>	<i>Reforme infrastrukture</i>
Bolgarija	4	4	3-	4+	4-	3-	3
Češka	4	4+	3+	4+	4	4-	3+
Estonija	4	4+	4-	4+	4	4-	3+
Madžarska	4	4+	4-	4+	4	4	4-
Latvija	4-	4+	3	4+	4-	3	3
Litva	4	4+	3	4+	4-	3	3
Poljska	3+	4+	4-	4+	4-	4-	3+
Romunija	4-	4-	3-	4+	3	2	3+
Slovaška	4	4+	4-	4+	4-	3	3-
<b>Slovenija</b>	3	4+	3	4	3+	3-	3
Rusija	3	4	2+	4	3-	3	3-
Ukrajina	3	4	2	4	3	2+	2+

*Vir: EBRD: Transition report 2006.*

Coricelli, Brezigar Masten, Masten (2007, str. 2) trdijo, da je ravno ta zaostanek v izpolnjevanju institucionalnih reform eden glavnih krivcev za počasen razvoj finančnih trgov v novih članicah EU. Ravno pristop k EU je omenjenim državam dal močno vzpodbudo za institucionalne spremembe. Zelo močna vzpodbuda je tudi uvedba evra, h kateri so se zavezale vse nove članice EU.

## **8.1 KREDITNI IN KAPITALSKI TRGI V SLOVENIJI**

Razvitost kreditnih trgov in trgov kapitala imata pomemben vpliv na razvoj gospodarstva. Tako za Slovenijo kot za večino ostali novih članic EU 10 velja, da je njihov finančni trg še vedno premalo razvit.

### **8.1.1 Trg kapitala**

Iz Tabele 2 (str. 30) lahko razberemo, da so imele v letu 2005 od novih članic EU samo Slovaška, Romunija in Latvija nižji delež tržne kapitalizacije borznega trga od Slovenije. Če gledamo malce širši pojem (kazalec) – vrednost tržne kapitalizacije (v % BDP), pa je le-ta v Sloveniji konec leta 2006 znašal 83% BDP.-ja. V tem primeru gre za vrednost vseh vrednostnih papirjev, ki so vpisani v KDD in ni nujno, da so uvrščeni na borzo (Letno poročilo 2006, 2007, str. 71).

Trg kapitala je bil tako leta 2005 v Sloveniji še vedno zelo »plitek«, tudi v primerjavi z državami EU-10. Zakaj? Velika slovenska podjetja se zelo redko odločajo za nove izdaje vrednostnih papirjev (med izdajami pa prevladujejo nejavne ponudbe). Vzrok je v majhnem in slabo razvitem kapitalnem trgu, ki ne opravlja zadovoljivo funkcije izdajanja in zbiranja svežega lastniškega kapitala (Groznik, 2007, str. 1).

Slovenski trg kapitala s skromno paleto finančnih produktov je zaradi stalnih stroškov relativno drag. Problem je, da banke ugodno kreditirajo ravno največja podjetja, ki bi lahko bila morebitni izdajatelj vrednostnih papirjev. Drug problem je, da banke preko svojih družb za upravljanje vplivajo na poslovne odločitve v mnogih slovenskih podjetjih. Večina delnic na organiziranem trgu tako še vedno izvira iz lastninskega preoblikovanja, sekundarni trg pa je praviloma le medij za konsolidacijo lastništva.

Slovenski kapitalni trg je majhen in bo po mnenju dr. Groznika (2007, str. 9) tak ostal tudi v prihodnje. Državo poziva, naj poskrbi, da bo trgovanje na sivem trgu čim manj, ter da bo trgovanje čim bolj urejeno in pregledno. Prav tako bi morala država preko regulatorja poskrbeti za čim bolj pregleden kapitalni trg.

### **8.1.2 Kreditni trg**

Malo večji delež znotraj BDP-ja Slovenije predstavljajo domači krediti prebivalstvu, ki so se v 5 letih (od leta 2000 do 2005) povečali za polovico. Kreditni trg Slovenije je glede na majhno prisotnost tujih bank zadovoljivo razvit. Še boljši kazalec globine bančnega posredništva pa so sredstva (aktiva) domačih kreditnih institucij v razmerju BDP-ja. Konec leta 2004 je omenjeni kazalec za Slovenijo znašal skromnih 93,6 % BDP-ja, povprečje aktive kreditnih institucij

držav EU 15 pa je istega leta znašal 416,4 % BDP-ja, za države EU10 pa 145,4% BDP-ja (ECB, Eurostat).

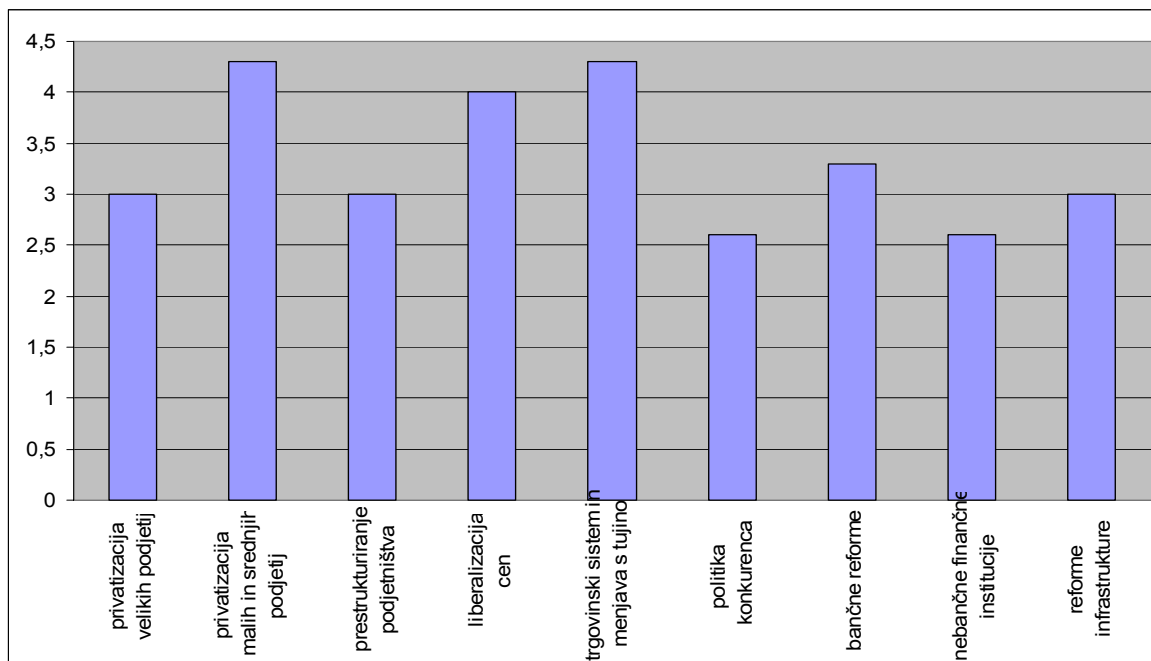
Kot že omenjeno, je prihod tujih bank v nove države članice EU vzpodbudil razvoj domačih kreditnih trgov (wholesale), izjema je Slovenija, kjer je delež sredstev v rokah tujcev še vedno nizek. Kljub temu je možno, da je Slovenija na tako visoki ravni, da nizek delež sredstev v lasti tujcev ne ovira delovanja kreditnih trgov (Coricelli, 2006, str. 77).

Slovenski bančni trg je tako kljub manjši integraciji solidno razvit in je na podobni stopnji kot v Estoniji, Latviji in na Madžarskem, kjer imajo tuje banke večinski tržni delež na njihovem bančnem trgu (Berčič & Aristovnik, 2006, str. 8-10). Lahko bi rekli, da je tu dokaz, da popolna finančna integracija še ne zagotavlja uspešnega razvoja kreditnih trgov.

### 8.1.3 Institucionalne mere napredka

Če ocenjujemo stopnjo finančnega razvoja Slovenije z EBRD kazalniki napredka pri izboljševanju finančnih trgov (institucionalne spremenljivke) ugotovimo neslednje.

Slika 3: Tranzicijski kazalniki (indikatorji) za Slovenijo, 2006



Vir: EBRD: Transition report 2006, Slovenija, str. 179

Slovenija najbolj zaostaja na področju (politike) konkurenca in nebančnih finančnih institucij. Slaba ocena (2,6) na področju nebančnih finančnih institucij in trga vrednostnih papirjev (securities) po klasifikaciji EBRD kazalnikov pomeni, da je Slovenija dosegla stopnjo, ko se podjetja odločajo za izdaje vrednostnih papirjev (širše: »securities«), v državi obstaja zanesljiv

sistem poravnave finančnih terjatev in obveznosti, obstaja delna zaščita manjšinjskih delničarjev, prav tako pa so že »dobro« razvite nebančne finančne institucije in z njimi povezana zakonodaja.

Kljub temu pa zakoni na področju vrednostnih papirjev še niso dosegli nivoja IOSCO standardov, problem je tudi v premajhni likvidnosti finančnih trgov in neustrezni regulaciji finančnega posredništva. Odraz takšnega stanja pa je zagotovo nizka vrednost tržne kapitalizacije borznega trga v Sloveniji (Tabela 2, str. 30).

Ocena 2,6 na področju politike konkurence pomeni, da je Slovenija že uvedla oz. vzpostavila institucije in pravno »podlago« (zakone) za varstvo konkurence, prav tako je delno uspešna pri zmanjševanju vstopnih ovir za nova podjetja in sankcioniranju (»dominantnih«) podjetij, ki imajo večinski tržni delež, vendar je še daleč od zadovoljivega stanja.

Tudi na področju bančnih reform čaka Slovenijo še dosti dela. Po mnenju Lecavalierja (EBRD) je bančni trg v Sloveniji premalo razvit, uporabniki bančnih storitev pa morajo zanje plačevati precej visoka nadomestila. Priporoča čimprejšnji umik države iz bančnega sektorja.

Prestrukturiranje podjetništva ima tudi nizko oceno (3). Od Slovenije se pričakuje manj birokratskih postopkov pri ustanavljanju in delovanju podjetij in večjo fleksibilnost trga delovne sile. Reforme infrastrukture predstavljajo povprečno oceno petih področij; in sicer: elektro gospodarstvo, železniška in cestna infrastruktura (povezava), telekomunikacije, vode in odpadne vode. Slovenijo očitno čaka na tem področju še dosti dela.

Pomanjkanje konkurence v številnih sektorjih gospodarstva je velik problem. Povezan je s prepočasnim umikom države iz gospodarstva, predvsem bank. V bančnem sektorju sta imeli dve največji banki v Sloveniji (v večinski slovenski lasti) konec leta 2006 nad 40% tržni delež.

Prva faza privatizacije oz. privatizacija večine malih in srednjih slovenskih podjetij se je končala. Relativna počasnost in premišljenost prve faze je za Slovenijo pomenila, da je postala ena najbolj egalitarnih držav v Evropi<sup>23</sup>. Še vedno pa ni končana privatizacija »velikih« državnih podjetij posebnega pomena (tretja skupina<sup>24</sup>), v katerih ima država še vedno kontrolni delež. EBRD ocena 3 pomeni, da je več kot 25% sredstev (kapitala) večjih podjetij v rokah zasebnega sektorja, kljub temu pa ima praviloma država kontrolni delež. Trenutno je v Sloveniji v polnem zagonu faza privatizacije velikih podjetij (prodajajo se NKBM, NLB,

---

<sup>23</sup> To dokazujejo tudi podatki o dohodkovni neenakosti, ki Slovenijo uvrščajo med najmanj neegalitarne države v Evropi (Ginijev koeficient kot najpogostejša mera neenakosti znaša v Sloveniji v zadnjih letih okoli 24, povprečje držav EU-25 pa je okoli 30 (SURS, 2006).

<sup>24</sup> Po trenutnem vladnem načrtu privatizacije so podjetja v državni lasti razdeljena v tri skupine. V prvi so podjetja (v lasti Soda, Kada in DSU), ki ne nastopajo na borzi. Te naj bi vlada prodala v 30 mesecih. Kaj naj bi storila z izkupičkom, ni znano (verjetno bo z njim napolnila državni proračun). V drugi skupini so podjetja, ki nastopajo na borzi. V teh naj bi vlada v 24 mesecih razpršila svoje lastništvo. Izkupiček iz večjih kosov premoženja bi se uporabil za nakup manjših. V tretji skupini pa so podjetja posebnega pomena, s katerimi vlada noče hiteti in za katere je/bo oblikovala posebne načrte (Berčič & Aristovnik, 2006, str. 12).



Telekom, ...). Vprašanje, ki se zastavlja pa je, kakšen delež naj obdrži država. Da je hitenje lahko slabo, priča primer Madžarske, ki je zaradi liberalnega odnosa do privatizacije in prodaje svojih podjetij dolgo veljala za zgled, danes pa je primer nefunkcionalne in (javno)finančno neuravnotežene države, ki nima ekonomske podstatki velikih domačih podjetij (Berčič & Aristovnik, 2006, str. 8-10).

## SKLEP

Večina najnovejših člankov in študij ugotavlja, da finančna integracija sama po sebi (per se) nima statistično značilnega vpliva na gospodarsko rast. Če pa že ima statistično značilen vpliv, pa je predpogoj da ima država »dobro« razvite finančne institucije in standarde (Coricelli, Brezigar Masten & Masten, 2007, str. 22). Države bi se morale bolj kot na finančno integracijo osredotočiti na absorpcijsko sposobnost. Lastnosti kot so delež človeškega kapitala, stopnja razvitosti finančnega sektorja, kvalitetno delujoča državna uprava in vladne makro ekonomske politike imajo odločilen vpliv na količino prilivov finančnega kapitala, njegovo volatilnost ter posledično gospodarsko rast.

Iz poglavja o tokovih finančnega kapitala je pomembna ugotovitev, da so se v zadnjih 10 letih v tranzicijskih državah zelo povečali pritoki lastniškega kapitala (predvsem TNN), ki so tako skupaj z bančnim zadolževanjem (pri tujih bankah) državam omogočile hitrejšo gospodarsko rast. Vprašanje je samo, za kakšno ceno.

Med tranzicijskimi državami ima največ tujih prilivov bančnih kreditov ravno Slovenija. Po mnenju mnogih je vzrok v nizki prisotnosti tujih bank v Sloveniji. Kljub slabši integraciji pa je slovenski bančni trg solidno razvit in je na podobni stopnji kot v Estoniji, Latviji in na Madžarskem, kjer imajo tuje banke na njihovem bančnem trgu večinski tržni delež. Lahko bi rekli, da je to dokaz, da popolna finančna integracija še ne zagotavlja uspešnega razvoja kreditnih trgov.

Največ »dela« pa Slovenijo čaka na področju konkurence in razvoju trga vrednostnih papirjev in nebančnih finančnih institucij. Integracija slovenskih bank v enotni bančni sistem evroobmočja pomeni predvsem konvergenco nominalnih obrestnih mer, spreminjanje strukture bilanc bank ter sprejetje evropskih bančnih direktiv (Basel II, mednarodni računovodski standardi, ...). To torej ne pomeni, da moramo še bolj odpreti vrata tujim bankam. Zakaj pa ne bi imeli slovenski institucionalni vlagatelji (zavarovalnice, pokojninski in vzajemni skladi ter banke) v lasti največjih slovenskih bank?

Nobena polno suverena razvita država (stare članice EU, Japonska, ZDA) nima večine vodilnih bank v tuji lasti. Razvite države imajo strateške razloge za domačo kontrolo bančništva (in širše finančnega sektorja) kot hrbtnice ekonomske suverenosti (Štiblar, 2005, str. 8).

## LITERATURA IN VIRI

1. Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan S. & Sayek, S. (2001). *FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets*. Harvard Business School, Working paper, št. 83.
2. Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. & Volosovych V. (2003, december). *Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*. Draft.
3. Allen, F., Bartiloro, L. & Kowalewski, O. (2005, 30. oktober). *The Financial System of the EU 25*. Draft.
4. Baldwin, R. & Wyplosz, C. (2006). *The Economics of European Integration*. London: McGraw Hill.
5. Baele, L., Ferrando, A., Hordahl, P., Krylova, E. & Monnet, C. (2004, april). *Measuring financial Integration in the Euro Area*, Occasional paper series, 81 (14).
6. Berčič, B. & Aristovnik A. (23.12.2006). Privatizacija slovenskega gospodarstva. *Delo*, str. 8-10.
7. Birch, M. H. (1991). Changing Patterns of Foreign Investment in Latin America. *Latin American Business Review* 31(1), 141-158.
8. Bris, A., Koskinen, Y. & Nilsson, M. (2002, avgust). *The Euro is good after all: Corporate Evidence*. Yale ICF Working Paper 02-26.
9. Buch C., & DeLong G. (2002, februar). *Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?* NBER Working Paper Series.
10. Biais, B., Renucci A. & Gilles, S. P. (2004, marec). *Liquidity and the Cost of Funds in the European Treasury Market*. Working Paper Series.
11. Bole, V. (1997). Financial Flows in a small Open Economy. *Financial flows to transitional Economies*.
12. Coricelli, F. (2006, november) Poglavljanje finančnega trga in finančna integracija novih držav članic EU. *Bančni vestnik*, str. 74-77.
13. Coricelli, F., Jazbec, B. & Masten, I. (2007). *Sources and Obstacles for growth in transition countries: The role of credit*. Festschrift in Honour of G.A. Calvo, MIT Press, forthcoming.
14. Coricelli, F., Brezigar Masten A. & Masten I. (2007). *Expected effects of Euro adoption on financial development and growth in new EU member countries*. Draft.
15. Dražnik, K. (2005). *Finančne krize v devetdesetih: Primer Mehike*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
16. Edison, H. J., Levine, R. Ricci, L. & Slok, T. (2002, avgust). International Financial Integration and Economic Growth. *World Economic Outlook*. Working Paper 02/145 (poglavje 4). Washington D.C.: IMF.
17. Filej, A. (2004). *Vodoravne in navpične TNI: Primer slovenskih vhodnih TNI*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Freixas, X., Hartmann, P. & Mayer, C. (2004). The Assessment: European financial integration. *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4), 475-591.
19. Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2002, maj) *Does local financial development matter?* NBER Working Papers 8923.

20. Guiso, L., Jappelli, T., Padula M. & Pagano M. (2002, oktober). EU Finance and Growth. *Economic Policy* (str. 523-577). Great Britain: CEPR, CES, MSH.
21. Groznik, P. (2007). *Poročilo za Strateški svet: Konkurenčnost slovenskega kapitalskega trga*. Osnutek. str. 9.
22. Huggins, C. E. (2007). *Macroeconomics, Politics and Policy: The determinants of Capital flows to Latin America*. Lubbox: Texas Tech University.
23. Košak, T. (2007, junij). Finančna integracija in finančna stabilnost. *Bančni Vestnik*, str. 1.
24. Kralj, A. (2006). *Vloga tujih bank v bančnem sistemu: primer evropskih tranzicijskih držav*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
25. Lane P. R. & Milesi-Ferretti G. M. (2006, junij). Capital Flows to Central and Eastern Europe. *Labour and Capital Flows in Europe Following Enlargement*. IIS Discussion Paper 161.
26. Lane P. R. & Milesi-Ferretti G. M. (2003, april). International Financial Integration. *The Analysis of International Capital Markets: Understanding Europe's Role in Global Economy* Working paper 03/86. Washington D.C.: IMF.
27. *Letno poročilo. Leto 2006* (2007, marec). Ljubljana: Banka Slovenije, Evrosistem.
28. Mencinger, J. (1997, julij-avgust). Tujega kapitala ne potrebujemo, še s svojim ne vemo, kaj početi. *Bančni vestnik*, str. 1-3.
29. Ongena, S. & Degryse, H. (2005, september). *The impact of technology and regulation on the geographical scope of banking*. Discussion Paper Series 04/08. Draft.
30. Pagano, M., Favero, C., Bocconi, L. & Thadden, E. (2005). Valuation, liquidity and risk in government bond markets. IGIER Working Papers 281.
31. *Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu* (2007, november). Ljubljana: Banka Slovenije, Evrosistem.
32. Prasad, E. S., Rogoff K., Wei S. & Kose A. M. (2003). *Effects of Financial Globalization on developing Countries: Some Empirical Evidence*. IMF Occasional paper (220).
33. Puthenpurackal, J. & Miller D. (2005, januar): *Security Fungibility and the Cost of Capital: Evidence from Global Bonds*. ECB Working Paper Series 426.
34. Reisen, H. & Soto, M. (2001): Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? *International Finance*, Vol. 4, str. 1-14.
35. *Research Network on Capital markets and Financial Integration in Europe* (2004, December). Frankfurt am Main: ECB, CFS.
36. Rojec, M., Redek, T. & Kostevc, Č. (2007). Domet in možni elementi politike spodbujanja tujih neposrednih investicij (TNI) v Sloveniji. *Delovni zvezek* (Št. 5, let. XVI). Ljubljana: UMAR.
37. Schmiedel, H., Malkamaki, M. & Tarkka J. (2002). *Economies of Scale and Technological Developments in Securities Depository and Settlement Systems*. Bank of Finland Discussion Papers, (26).
38. Sjekloča, M., (2005, junij). O gospodarskih in integracijskih procesih v Latinski Ameriki. *Bančni vestnik*, str. 5-7.
39. Sjekloča, M., (2005, april). O posledicah prestrukturiranja argentinskega zunanjega dolga. *Bančni vestnik*, str. 9-12.

40. Stulz, R. M., (2006). International Portfolio Flows and Security Markets. *International Capital Flows* (str. 257-293). Chicago: National Bureau of Economic Research.
41. Svetličič, M., (1996). *Svetovno podjetje*. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče.
42. Štiblar, F., (22. januar, 2005). Nacionalna identiteta. *Sobotna priloga Dela*, str. 8.
43. Tapking, J. & Yang J. (2004, avgust). *Horizontal and Vertical Integration in Securities Trading and Settlement*. ECB Working Paper Series 387.
44. *Transition Report 2006: Private Equity*. London: EBRD.
45. *Transition Report 2006: Slovenia*. London: EBRD.
46. Verdenik, N. (2001). *Liberalizacija tokov kapitala in posledice za Slovenijo*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
47. Vojsk, V. (2003). *Analiza vzrokov in učinkov naložbenega kapitala v Slovenijo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. *World Investment Report: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development* (2007). New York, Geneva: United Nations.
49. *World Investment Report, 1998: Trends and Determinants*. New York, Geneva: United Nations.
50. World Bank. 2006. *World Development Indicators*. Washington, D.C.

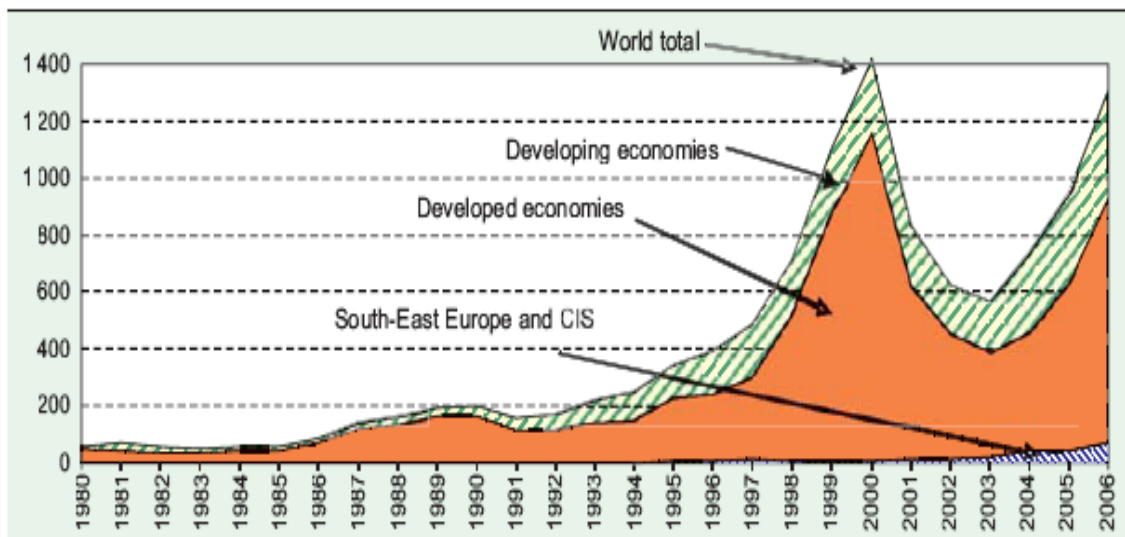
## **PRILOGE:**

### **PRILOGA 1: Seznam kratic**

CEE:	Eastern European (countries)	Države Srednje in Vzhodne Evrope: Hrvaška, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Poljska, Slovaška, Slovenija
CIS:	Commonwealth of independent states	Mednarodna organizacija sestavljena iz 11 nekdanjih držav Ruske federacije: Armenija, Azerbajdžan, Belorusija, Gruzija, Kazahstan, Kirgizija, Moldavija, Rusija, Tadžikistan, Ukrajina, Uzbekistan in Rusije
CEB:	Central eastern Europe and the Baltic states	Države Srednje Vzhodne Evrope in Baltske države: Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Poljska, Slovaška, Slovenija
SEE:	South -eastern Europe	Albanija, Bosna in Hercegovina, Srbija, Črna gora, Makedonija, Bolgarija, Kosovo, Romunija, Hrvaška
EU 15:		Belgija, Francija, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Nemčija, Danska, Irska, Velika Britanija, Grčija, Portugalska, Španija, Avstrija, Finska, Švedska
EU 10:		Ciper, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska, Slovaška, Slovenija
Mercosur:	Prosta trgovina med članicami	(Argentina, Brazilija, Paragvaj, Urugvaj – skupni trg oz. carinska unija); Andska skupnost (Bolivija, Ekvador, Kolumbija, Peru, Venezuela) in Čile so trenutno pridružene članice Mercosura, med njimi velja prosta trgovina
IMF:	International monetary fund	Mednarodni denarni sklad
EMU:	European monetary union	Evropska monetarna unija

**PRILOGA 2: TNN, globalno in po različnih ekonomijah, 1980 -2006 (mrd \$)**

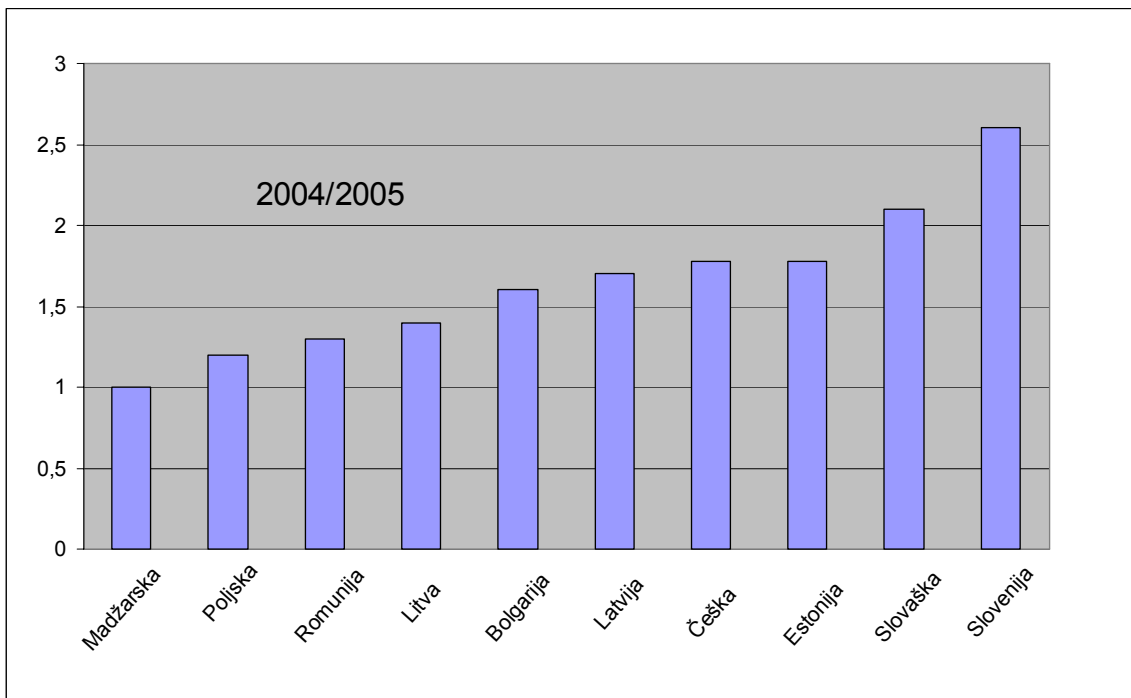
*Slika 4: vhodne TNN, globalno in po različnih ekonomijah, od leta 1980 do 2006 (mrd \$)*



*Vir: World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development, str. 3.*

### PRILOGA 3: Tuja posojila nebančnemu zasebnemu sektorju

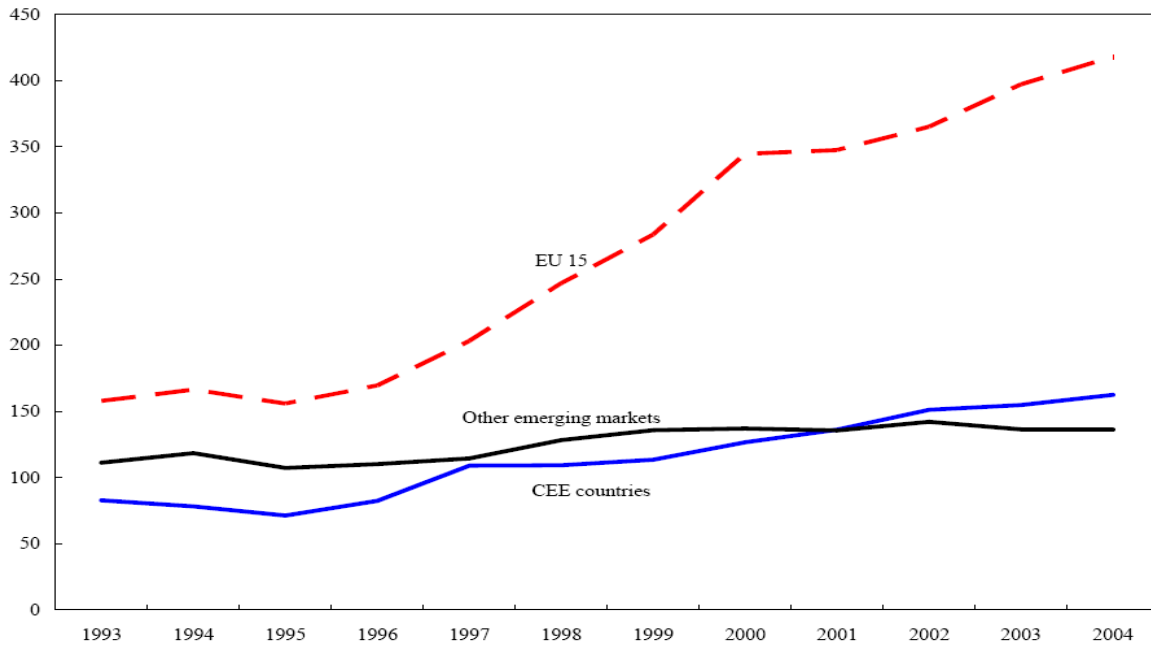
Slika 5: Pregled tujih posojil nebančnemu zasebnemu sektorju (v % BDP)



Vir: F. Coricelli, Poglobljanje finančnega trga in finančna integracija novih držav članic EU, 2006, str. 76.

## PRILOGA 4: Mednarodna finančna integracija

*Slika 6: Mednarodna finančna integracija (merjena kot delež vsote vseh obveznosti in terjatev do tujine v BDP-ju) od leta 1993 do 2004*



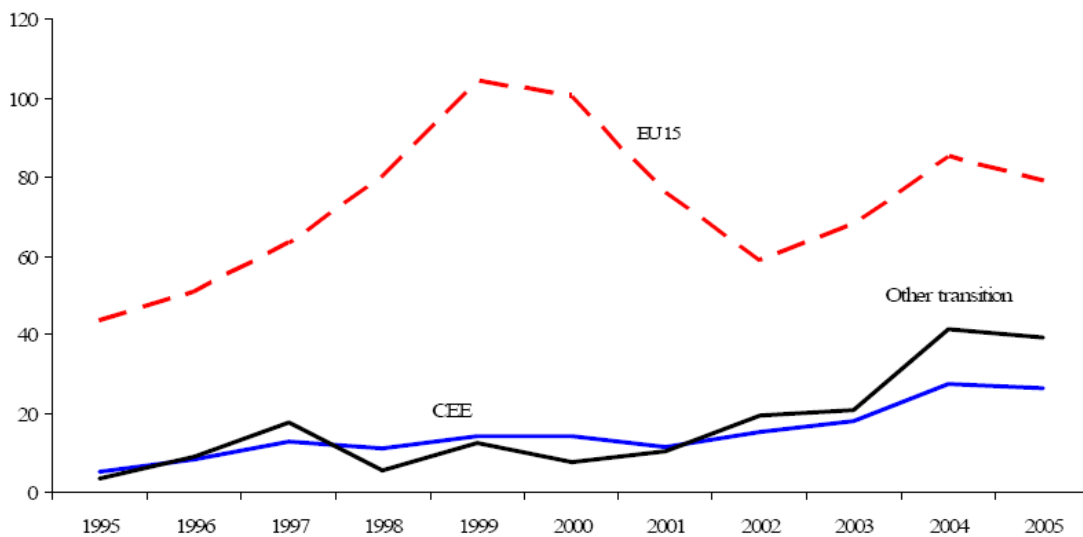
OPOMBE: CEE: Bolgarija, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Poljska, Romunija, Slovaška, Slovenija  
Other emerging markets: Rusija, Hrvaška, Bosna in Hercegovina, Makedonija, Srbija, Črna gora Vir: Lane &

*Vir: P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti, Labour and Capital Flows in Europe Following Enlargement, 2006, str. 24.*



## PRILOGA 5: Tržna kapitalizacija držav EU 15, CEE in držav v razvoju

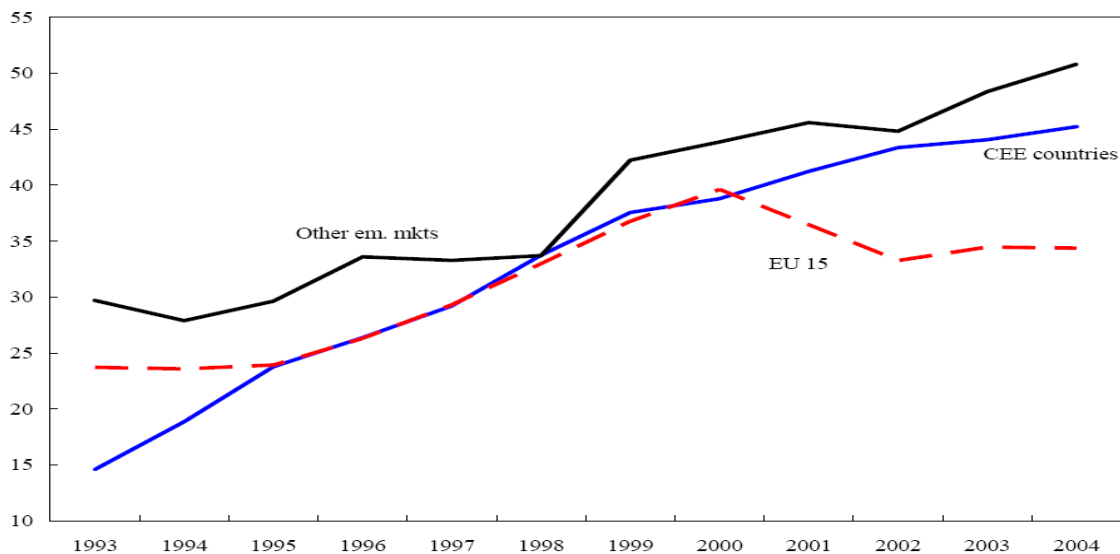
*Slika 7: tržna kapitalizacija (v % BDP) za države EU15, CEE države in ostale države v razvoju (Other transition)*



Vir: P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti, *Labour and Capital Flows in Europe Following Enlargement*, 2006, str. 27.  
Glej Prilogo 1 (seznam tujk)

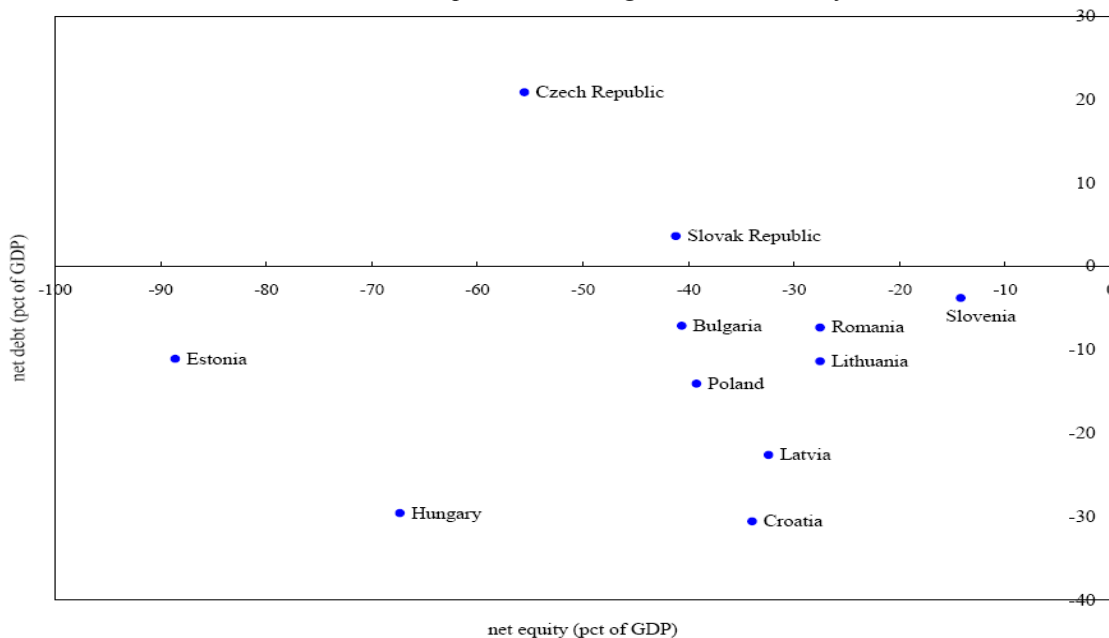
## PRILOGA 6: Sestava tujih obveznosti znotraj PB

**Slika 8:** delež obveznosti iz naslova lastniškega kapitala (equity) znotraj vseh obveznosti do tujine za države EU 15, CEE in ostale trge v razvoju (share of total equity liabilities)



Vir: P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti, *Labour and Capital Flows in Europe Following Enlargement*, 2006, str. 25  
Glej Prilogo 1 (seznam tujk)

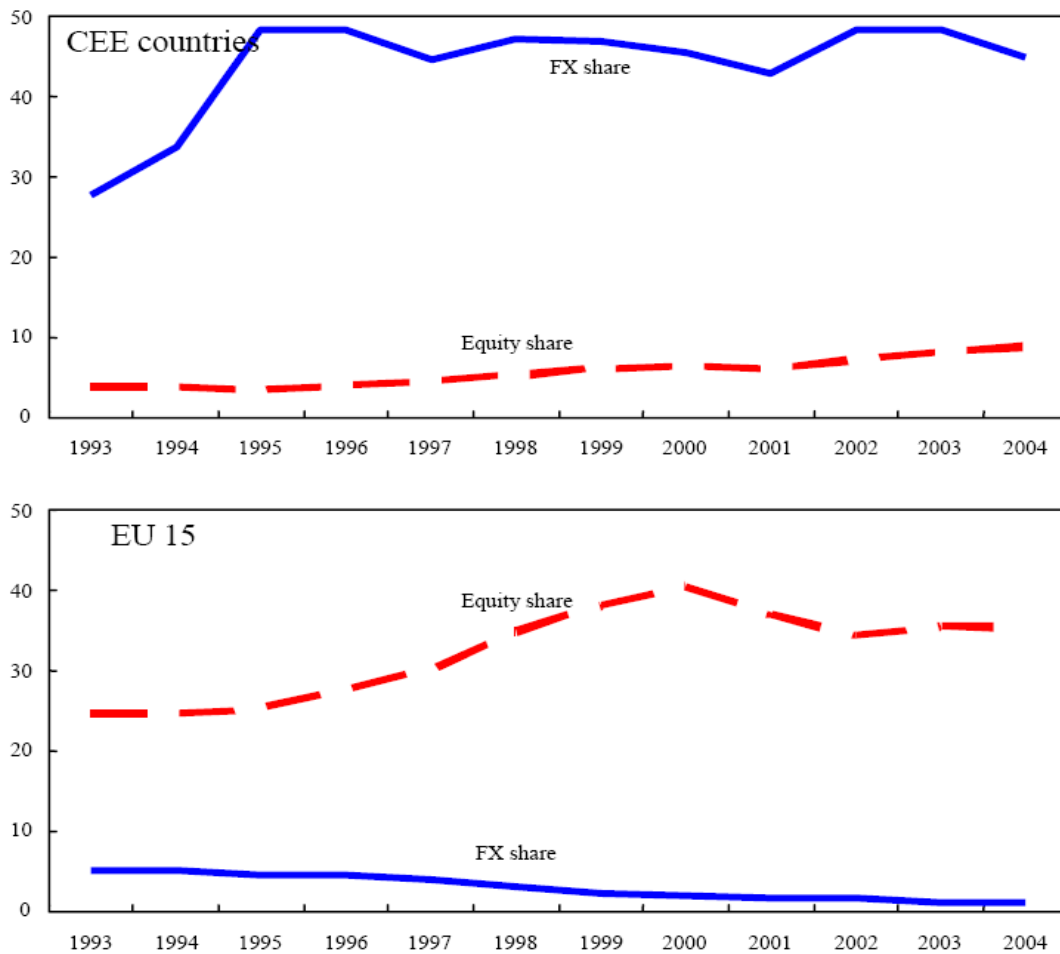
**Slika 9:** neto lastniški kapital in neto dolgovi kot delež BDP-ja za države CEE



Vir: P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti, *Labour and Capital Flows in Europe Following Enlargement*, 2006, str. 28

## PRILOGA 7: Sestava zunanjih sredstev držav CEE in EU

*Slika 10: Sestava zunanjih sredstev držav CEE in EU, kreditna imetja in imetja lastniškega kapitala kot delež BDP-ja*

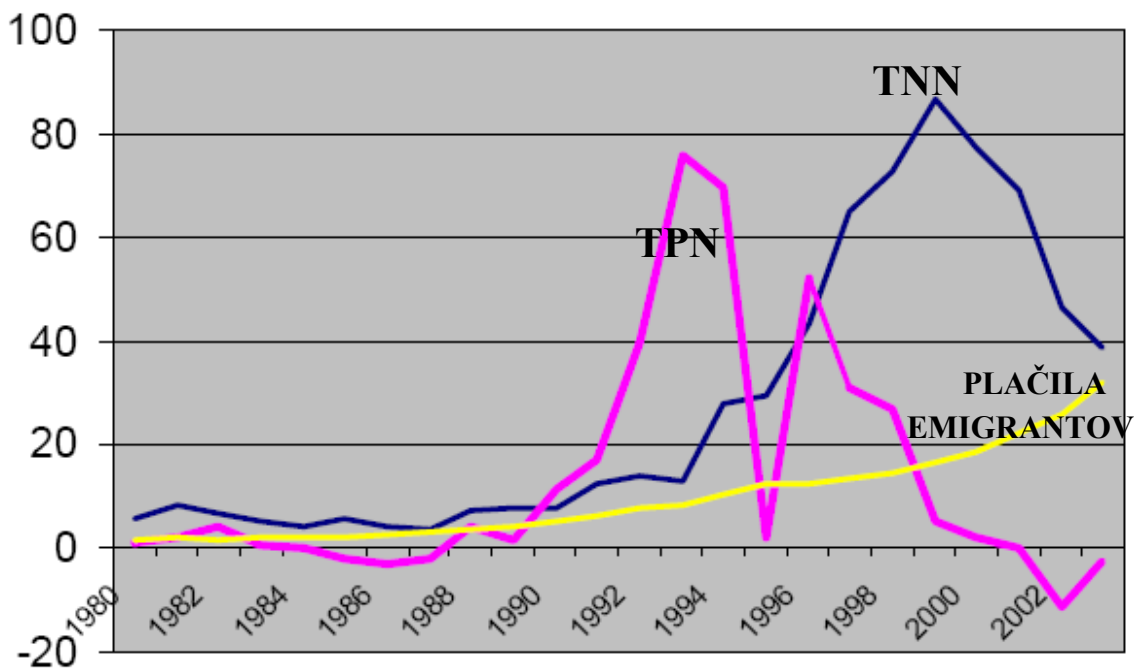


**Legenda:** FX share: delež kreditnih imetij  
Equity share: delež lastniškega kapitala

*Vir: P. R. Lane & G. M. Milesi-Ferretti, Labour and Capital Flows in Europe Following Enlargement, 2006, str. 27*

**PRILOGA 8:** Finančni tokovi v Latinsko Ameriko, 1980- 2003

*Slika 11: Finančni tokovi v Latinsko Ameriko, v letih od 1980 do 2003, v mrd \$*



*Vir: World Bank. 2006. World Development Indicators.*