

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
DEŽELNO TVEGANJE DRŽAV JUGOVZHODNE EVROPE

Ljubljana, junij 2002

NATAŠA MIKLAVČIČ

IZJAVA

Študentka Nataša Miklavčič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Zdenka Prohaske in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10. junija, 2002

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1. ZGODOVINSKO OZADJE POMENA POZNAVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA.....	3
2. DEFINICIJA DEŽELNEGA TVEGANJA.....	4
2.1 KRITERIJI OPREDELITVE DEŽELNEGA TVEGANJA.....	5
2.2 METODE OCENJEVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA.....	5
2.3 FINANČNE INSTITUCIJE IN OCENJEVANJE DEŽELNEGA TVEGANJA.....	6
2.4 MOŽNE MANIFESTACIJE DEŽELNEGA TVEGANJA.....	7
2.5 SANKCIJE DRŽAV UPNIC.....	7
2.6 METODE ZMANJŠEVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA.....	9
3. METODOLOGIJA OCENJEVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA PO EUROMONEYU.....	10
3.1 ANALITIČNI INDIKATORJI.....	11
3.2 KREDITNI INDIKATORJI.....	11
3.3 INDIKATORJI DOSTOPA NA MEDNARODNI FINANČNI TRG.....	12
3.4 OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA PO POSAMEZNIH DRŽAVAH.....	13
3.4.1 Slovenija.....	13
3.4.2 Hrvaška.....	15
3.4.3 Bosna in Hercegovina.....	16
3.4.4 Zvezna republika Jugoslavija.....	17
3.4.5 Makedonija.....	18
4. TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE.....	19
4.1 KRATKA ZGODOVINA RAZVOJA NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ.....	19
4.2 PRAVNI OKVIRI NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ.....	19
4.3 FAKTORJI IN POMEN NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ.....	20
4.3.1 Faktorji pomembni pri neposrednem investiranju.....	20
4.3.2 Razlogi za pospeševanje investicijskega vstopa.....	21
5. NEPOSREDNE INVESTICIJE V DRŽAVE JUGOVZHODNE EVROPE.....	22
5.1 HRVAŠKA.....	22
5.1.1 Oris dogajanja po razglasiti samostojnosti.....	22
5.1.2 Neposredne tuje investicije in deželno tveganje.....	23
5.1.3 Neposredne investicije in Slovenija.....	24
5.2 BOSNA IN HERCEGOVINA.....	25
5.2.1 Oris dogajanja po Daytonu.....	25
5.2.2 Neposredne investicije in privatizacija.....	26
5.3 ZVEZNA REPUBLIKA JUGOSLAVIJA.....	28
5.3.1 Jugoslavija danes.....	28
5.3.2 Privatizacija in ostale reforme.....	29

5.3.3	Neposredne investicije in Slovenija	29
5.4	MAKEDONIJA.....	31
5.4.1	Oris stanja po razglasitvi neodvisnosti.....	31
5.4.2	Privatizacija, neposredne investicije in Slovenija.....	32
6.	PRIMERJAVA GIBANJA TOČKOVNIH OCEN DEŽELNEGA TVEGANJA DRŽAV JUGOVZHODNE EVROPE V LETIH 1997-2002	34
6.1	Stanje slovenskih neposrednih investicij	35
	SKLEP	38
	LITERATURA.....	40
	VIRI.....	41

UVOD

Ocena deželnega tveganja in seveda pripravljenost tvegati je (pri bodočem investiranju v tujo državo) prva poslovna odločitev za investitorja, hkrati pa je ocena deželnega tveganja ne le indikator klime za neposredne investicije in sposobnost države vračati posojila, ampak tudi indikator mednarodnega ugleda države.

Slovenija je ena najuspešnejših držav v tranziciji in tako vzgled za države nekdanje Jugoslavije, hkrati pa za Slovenijo ti trgi pomenijo veliko priložnost. Če pogledamo z vidika vse večjega globalnega značaja investiranja, postaja poznavanje deželnega tveganja vse pomembnejše. Slovenija nastopa na teh trgih kot eden najpomembnejših neposrednih investitorjev. Vzroki so jasni, nevarnosti in tveganja pa dosti manj.

Previsoko deželno tveganje za države nekdanje Jugoslavije lahko pomeni tudi rdečo luč globalizaciji finančnih trgov. Med drugimi je ena izmed pomembnih prednosti globalizacije tudi ta, da znižuje transakcijske stroške. Ti in ostali stroški pa ob visokem, tudi nedoločljivem deželnem tveganju, postanejo zanemarljivo nizki.

Poznavanje deželnega tveganja je pomembno z dveh vidikov, s strani posojanja sredstev ter s strani neposrednega investiranja. Neposredne investicije so za države v tranziciji zelo pomembne, saj pospešujejo rast in strukturne spremembe. V diplomski nalogi so me zanimala predvsem gibanja ocen deželnega tveganja za države jugovzhodne Evrope, torej držav nekdanje Jugoslavije, ter kako se Slovenija (slovenska podjetja) kot pomembna investitorica odziva na spremembe teh ocen z višinami neposrednih investicij. Navsezadnje nepoznavanje pravega deželnega tveganja vodi ne le do neposrednih izgub, temveč tudi do visokih oportunitetnih stroškov zaradi izpada možnih dohodkov.

V prvem poglavju bom na kratko orisala tok dogajanja v preteklosti, ki je pripeljal do tega, da je danes ocenjevanje deželnega tveganja neizbežno.

V drugem poglavju bom definirala pojem deželnega tveganja, opisala metode ocenjevanja in institucije, ki ocenjujejo deželno tveganje. Opredelila bom še možne manifestacije deželnega tveganja ter metode s katerimi deželno tveganje lahko zmanjšamo.

V tretjem poglavju bo sledil opis metodologije in analiza deželnega tveganja po publikaciji Euromoney, in sicer od marca 1997 do marca 2002, ko je izšla zadnja ocena. Analizirala bom gibanja deželnega tveganja po izbranih državah: Slovenije, Hrvaške, Bosne in Hercegovine, Zvezne republike Jugoslavije ter Makedonije.

Četrto poglavje je namenjeno opredelitvi pojma neposrednih investicij. S kratkim zgodovinskim orisom bom predstavila neposredne investicije kot pogosto dejavnost v preteklosti, nato pa opredelila še vlogo neposrednih investicij na trgih, ki so v tranziciji.

V petem poglavju bom analizirala slovenske neposredne investicije po posameznih državah jugovzhodne Evrope (na Hrvaškem, v Bosni in Hercegovini, Zvezni republiki Jugoslaviji in Makedoniji), v primerjavi s točkovnimi ocenami deželnega tveganja. Po državah bo sledil še opis političnih sprememb po vojni ter ostalih sprememb, ki vplivajo na investicijsko klimo.

V šestem poglavju bom primerjala gibanja točkovnih ocen deželnega tveganja držav jugovzhodne Evrope od leta 1997 do 2002 ter nadaljevala s prikazom motivov in nevarnosti s katerimi se slovenski investitorji na teh trgih srečujejo.

1. ZGODOVINSKO OZADJE POMENA POZNAVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA

Poznavanja deželnega tveganja je postalo zelo pomembno ob koncu sedemdesetih, oziroma na začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja, čeprav posojanje denarja preko deželnih meja nikakor ni noviteta.

V štirinajstem in petnajstem stoletju je bila na področju takratnega mednarodnega bančništva močno aktivna družina Medici, donosno posojanje denarja pa se je do devetnajstega stoletja izpopolnilo in pojavile so se mnoge druge oblike financiranja, tudi izdajanje obveznic in delnic. Znano je, da sta bila marsikatera ameriška železnica ali evropski rudnik financirana z dolgoročnimi obveznicami ali delnicami, kamor so mali vlagatelji nalagali svoje premoženje in ga, kot narekuje zgodovina, tudi izgubili, kar pa danes taiste razvite države Evrope in ZDA pozabljajo, ko govorijo o prezadolženih manj razvitih državah¹.

Posojanje denarja preko deželnih meja se je razmahnilo v šestdesetih letih dvajsetega stoletja z razvojem t.i. evrotrga.

V zadnjih štiridesetih letih je prišlo do razvoja tržnih mehanizmov, ki so omogočili, da se transakcije mednarodnega kreditiranja in zadolževanja izognejo ozkim okvirom, ki jih postavljajo jurisdikcije posameznih držav. To je bilo izvedeno tako, da se je finančni trg za kredite, denominirane v določeni valuti, lociral zunaj države, v kateri je bila ta valuta nacionalna valuta. Tako recimo finančni trgi za dolarske depozite in kredite ter za izdajo obveznic, denominiranih v dolarjih, v Evropi ne zapadejo pod ameriško jurisdikcijo na področju bančništva in vrednostnih papirjev. Mednarodni finančni trgi s temi značilnostmi so dobili ime 'evrofinančni' trgi oziroma bolj pravilno 'zunanji' finančni trgi, kar naj bi jih jasno ločilo od nacionalnih finančnih trgov (Mrak, 2002, str. 519-520).

V tem času je v mednarodnih plačilih in rezervah držav že prevladoval dolar, za katerega pa so ameriške banke narekovale restrikcije toka kapitala², kar je bil povod za nastanek evro oziroma zunanjega finančnega trga v Evropi, kjer restrikcij za dolarsko poslovanje ni bilo.

¹ Znana je maksima, da ni velikega bogastva brez 'zločina', slednje pa se je v zgodovini večkrat ponovilo.

² Govorim o odredbi Q (Regulation Q), ki jo je izvajala US Federal Reserve (Zvezne rezerve ZDA) v času velike depresije v tridesetih letih prejšnjega stoletja, urejala pa je najvišjo obrestno mero, ki so jo banke lahko ponujale na dolarske depozite. Odredba je omejevala konkurenčnost bank oslabiljenega bančnega sistema. Težave je odredba Q začela povzročati v okoli leta 1960, ko so finančne institucije, katere so se ravno tako ukvarjale z varčevanjem in posojanjem denarnih sredstev, nudile višje neregulirane obrestne mere. Te so tako investitorjem ponujale višje donose kot banke, ki so se morale držati odredbe. Slednje so zaobšle tako, da so v Evropi odpirale svoje podružnice, ki niso več spadale pod ameriško jurisdikcijo, odredba pa je veljala tja do leta 1980.

Naftni šok v začetku sedemdesetih let je povzročil razcvet evroposojilnega trga, posojila so najemale predvsem manj razvite države brez večjih težav, težave pa so se pričele, ko posojil niso zmogle več vračati.

V sedemdesetih in osemdesetih letih prejšnjega stoletja so mednarodne banke posojale na stotine milijonov dolarjev manj razvitim ter komunističnim državam. Večino denarja je bilo potrošenega za različne nesmiselne in nedobičkonosne projekte, od gradenj avtocest v Amazoniji do visoko avtomatiziranih jeklenih mlinov v Afriki. Danes je očitno, da so tveganja visoka in znana, posebno po mednarodni bančni krizi, ki se je začela avgusta 1982, ko so najprej Mehika, nato pa še Brazilija in Argentina razglasile, da niso več zmožne izpolnjevati obveznosti iz prejetih posojil (Shapiro, 2001, str. 140).

Spisek držav, ki so sledile, se je močno podaljšal že v naslednjih letih, ko je morala prestrukturirati svoj dolg tudi takratna Jugoslavija. To pa je tudi čas, ko je deželno tveganje in njegovo motenje postalo nujnost za vse komercialne banke, ki so se poprej s prestrukturiranjem dolgov srečevale zelo redko.

2. DEFINICIJA DEŽELNEGA TVEGANJA

Deželno tveganje je na nek način kreditno tveganje posamezne države in je posledica dejstva, da lahko določena država z zakonom ali dekretom prepove ali omeji izvoz kapitala v tujino, s čimer onemogoči domačim posojilojemalcem, da vrnejo dolgove, najete v tujini; lahko pa država objavi moratorij na odplačevanje dolgov v tujini preprosto zato, ker servisiranja svojih dolgov enostavno ni sposobna (Mohorič, 2001, str. 7).

Prvemu delu definicije deželnega tveganja pravimo tudi transferno tveganje (tveganje, ki obstaja, kadar dolžnikova obveznost ni nominirana v lokalni valuti) in je tveganje, ko država postavi omejitve pri izvozu kapitala kot del svoje ekonomske politike. Drugi del definicije izraža politično tveganje in pomeni prenehanje vračanja posojila (objava moratrija) oziroma pri investitorju vračanja (repatriacija) investicije.

V literaturi lahko zasledimo enačenje deželnega tveganja s suverenim, kar ni ustrezno. O suverenem tveganju govorimo takrat, ko je posojilojemalka ali garant posojila tuja država, posojilo pa se nanaša na vsa posojila in vrednostne papirje, katere je najela oziroma izdala država ter, kot omenjeno, tudi na posojila za katere je država podelila svojo garancijo.

2.1 KRITERIJI OPREDELITVE DEŽELNEGA TVEGANJA

Deželno tveganje lahko opredelimo z različnih vidikov in takrat rado prihaja do zmede.

Kriteriji opredelitve so naslednji (Nagy, 1979, str. 14):

- geografski: delitev na avstrijsko, brazilsko,...deželno tveganje;
- po posojilojemalcu: vladno tveganje (suvereno), tveganje zasebnega sektorja, korporacijski, individualni rizik;
- po vrsti vzroka rizika: politični, ekonomski, socialni rizik;
- po odzivu posojilojemalca, ko zaide v težave: zavrnitev dolga, izostanek plačil, pogajanja o načinu odplačevanja posojila;
- po stopnji rizika: visok, srednji, nizek.

2.2 METODE OCENJEVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA

Zaradi množine dejavnikov, ki vplivajo na deželno tveganje je slednje težko oceniti z veliko natančnostjo. Finančne organizacije, ki ocenjujejo deželno tveganje, lahko posebej ocenjujejo politično in transferno tveganje kot del deželnega tveganja, načini ocenjevanja pa niso enaki.

Glavni namen metod je določiti in oceniti stopnjo deželnega tveganja.

Med najpogosteje uporabljene metode spadajo (Prohaska, 1999, str. 195-196):

- celovite kvalitativne metode, ki v obliki poročila nudijo pregled ekonomskega, političnega in socialnega stanja v državi,
- strukturne- kvalitativne metode, ki na podlagi primerjave statističnih podatkov in analize trendov omogočajo analizo in oceno tveganj nalaganja v določene države,
- metoda ocene ali 'rating', ki priredi vsaki državi določeno stopnjo tveganja, kar omogoča razvrstitev držav glede na njihovo deželno tveganje,
- matematično statistične metode, npr. faktorska analiza, s pomočjo katere se skuša iz množice danih spremenljivk izločiti nekaj faktorjev, ki prevladujoče vplivajo na deželno tveganje,
- simulacije, ki prav tako temeljijo na matematično-statističnih metodah, vendar je njihov prednostni namen prikaz čim bolj realne slike prihodnjega gibanja določenega pojava.

2.3 FINANČNE INSTITUCIJE IN OCENJEVANJE DEŽELNEGA TVEGANJA

Statistični podatki, ki so na voljo posameznim finančnim institucijam prihajajo iz nacionalnih ter iz mednarodnih institucij. Slednje so IMF (International Monetary Fund), IBRD (International Bank for Research and Development), BIS (Bank for International Settlements), OECD (Organization for Economic Cooperation and Development), IIF (Institute of International Finance).

Posamezne finančne institucije niso v prednosti le zaradi razvitih analitičnih oddelkov, temveč imajo tudi več podružnic po državah, za katere ocenjujejo deželno tveganje, in zato boljše možnosti dostopa do informacij, prav tako imajo večje institucije več kontaktov ter izkušenj iz sklenjenih poslov.

Najbolj znane ocene deželnega tveganja v svetu so poleg zgoraj naštetih ocen institucij še (Krayenbuehl, 1985, str. 80-85):

- **BERI** (Business Environment Risk Information) je indeks, ki ga je prvi opredelil prof. H.T. Hanner konec šestdesetih let dvajsetega stoletja za 50 držav, katerim je pripisal indeks od 1 do 100. Ocenjeval je gospodarsko in politično stanje v državi, danes pa BERI Institute nudi tudi širše napovedi gibanja deželnega tveganja;
- ocena deželnega tveganja **Euromoneya** je objavljena dvakrat letno in sicer v marcu in septembru, temelji pa predvsem na finančni uspešnosti države. Ta način ocenjevanja je podrobneje opredeljen kasneje v nalogi;
- ocena deželnega tveganja objavljena v publikaciji **Institutional Investor** je narejena s pomočjo okoli sto mednarodnih bank, ki ocenijo deželno tveganje po državah s točkami od nič do sto, tem ocenam pa Institutional Investor doda še ponderje, ki so odvisni od tega, koliko filial ima posamezna banka po svetu;
- **International Country Risk Guide** (ICRG) objavlja podatke o deželnem tveganju mesečno. Ocena je sestavljena iz treh komponent, in sicer ocene političnih³, finančnih in ekonomskih faktorjev. Višja ocena pomeni manjše tveganje. Ocena ICRG (kot večina)

³ Politični faktor obsega polovico ocene, finančni ter ekonomski pa vsak po četrtino. Zaradi tako visokega deleža političnega faktorja ima država z nekoliko slabšimi ekonomskimi rezultati po tej oceni višji rating, kot po oceni Euromoney-a, kjer politični rizik obsega le četrtino celotne ocene, enako kot ocena ekonomske uspešnosti.

temelji na prepričanju, da je deželno tveganje pod vplivom dveh večjih faktorjev, to sta zmožnost plačil (merjeno z ekonomskimi in finančnimi faktorji) in pripravljenost plačil (politični rizik).

Omenjene analize seveda niso edine. Znana podjetja, ki ocenjujejo deželno tveganje so še SJ Round Associates, Multi National Strategies, Dun and Bradstreet, Coplin-O'Leary Rating, ki ocenjuje politični rizik. Predvsem je za večje finančne družbe v veliki meri značilno, da ocene deželnega tveganja naročijo in plačajo multinacionalna podjetja⁴.

2.4 MOŽNE MANIFESTACIJE DEŽELNEGA TVEGANJA

Zavrnitev dolga je redka in najostrejša manifestacija deželnega tveganja, saj povzroči izoliranost države od mednarodnih finančnih institucij in gospodarstev.

Ko država dalj časa ne more izpolnjevati svojih obveznosti iz naslova glavnice in/ali obresti, govorimo o srednji stopnji deželnega tveganja. Reševanje te situacije lahko pomeni moratorij na odplačevanje glavnice in/ali obresti, vendar je posledica te rešitve pogosto izoliranost države, ko bo želela pridobiti nova denarna sredstva na mednarodnem trgu kapitala. Države se zato raje odločajo za reprogramiranje dolga, kot to najboljše ustreza posamezni državi. Lahko se podaljša doba odplačevanja glavnice, tako da se odplačuje v nižjem znesku, država lahko najame novo posojilo, da nadaljuje odplačevanje starega. Po tem ne/pretrganem odnosu med posojilodajalcem in posojilojemalcem se tudi razlikujeta obe opisani rešitvi.

Najslabša oblika deželnega tveganja pomeni, da država v nekem trenutku ne more poravnati svoje obveznosti s plačevanjem obresti in/ali glavnice. Takšne trenutne nesposobnosti pa ne smemo prezreti, saj lahko pomeni začetek še večjih težav.

2.5 SANKCIJE DRŽAV UPNIC

Pri reševanju težav v primeru srednje ali močne oblike deželnega rizika se upniki poslužujejo dveh glavnih oblik sankcij 'palice in korenčka'. 'Korenček' pomeni, da posojilodajalec

⁴ Podjetja ocenjujejo deželno tveganje večinoma na temelju kombinacij kvalitativnih in kvantitativnih informacij. Ekstremna primera sta oceni Bank of America World Information Services, ki uporablja izključno kvantitativne informacije, ter ocena Institucional Investora, ki temelji izključno na raziskavah bančnikov. Več o primerjavah ocen po različnih institucijah na: www.duke.edu/~charvey/Country_risk/pol/pol.htm.

zagrozi posojilojemalcu, da v prihodnje na mednarodnem trgu kapitala ne bo mogel pridobivati novih finančnih sredstev, če ne izpolni obveznosti. 'Palica' pa pomeni grožnjo posojilojemalcu o uvedbi neposrednih sankcij. Posledica ukrepa 'korenček' vodi do stroškov v prihodnosti, 'palica' pa do neposrednega stroška⁵.

Neposredne sankcije, za državo, ki ne spoštuje svojih pogodbenih obveznosti, so lahko (Egli, 2002):

- upnik skuša do denarja priti po sodni poti, pri tem pa lahko država dolžnica spreminja sodne postopke izterjav sebi v prid, v primeru dobljenih tožb pa omeji mobilnost kapitala;
- upnik lahko zapleni tuja sredstva, če jih država dolžnica, v primeru mobilnosti ne vrne pravočasno v domovino;
- banke igrajo v mednarodnih transakcijah vlogo posrednika. V trgovinskih menjavah sta najpomembnejša dostava in plačilo. Če banka ne odobri takšnega uvoznega kredita, stroški mednarodne trgovine močno narastejo, saj mora sankcionirana država uvoznica zagotoviti rezerve v tuji valuti, da lahko plača za uvoženo blago;
- trgovinski embargo je ukrep, ki uspe le v primeru, ko vsi sodelujoči partnerji v mednarodni trgovini sodelujejo in ne poslujejo z državo dolžnico. Slabost tega ukrepa je ta, da je neposredna škoda na strani izvoznikov, ki niso upniki, beležijo pa izpad prihodkov.

Država pa ima še splošen motiv izpolnjevanja svojih obveznosti in sicer, ko nima večjih težav, raje prostovoljno izpolnjuje svoje obveznosti, da ko posojilo nujno potrebuje, to tudi dobi. Kredite pretežno potrebujejo za zglajevanje porabe⁶ v času, ko uvoz prekomerno preseže izvoz, ter za financiranje dobičkonosnih projektov.

⁵ Egli (2002) kot pomemben vzrok mednarodnih posojil navaja investicije, ki imajo v tujini višje donose, tako da investitorju po izplačilu glavnice in obresti ostane še nek dobiček. Tok mednarodnih posojil pa se ustavi, ko se donosa v obeh državah izenači, zato racionalni posojilodajalci, ki to pričakujejo, sredstev ne posojajo. Z vidika posojilodajalca postane najslabši možen scenarij resničnost.

⁶ Egli (2002) govori o zanimivi možnosti zavarovanja države pred visokimi deficiti v plačilni bilanci. Nasproti mednarodnim posojilom postavi zavarovalno pogodbo med državo in zavarovalnico. Država vplačuje vnaprej premijo, in se zavaruje za primer škodnega dogodka, to je neuravnotežena plačilna bilanca. Ker so potencialni zavarovalci pripravljene sklepati takšne pogodbe, je izključitev države dolžnice iz mednarodnega trga kapitala prešibak ukrep.

2.6 METODE ZMANJŠEVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA

Pomembno za vse upnike, ki sodelujejo v mednarodnih transferih sredstev ni le poznavanje deželnega tveganja, temveč tudi poznavanje metod zmanjševanja le tega. Pomembno je, da upnik konstantno spremlja gibanje ocene tveganja v lastnih ali javnih izračunih. Ne smemo pa motrenje in poznavanje deželnega tveganja pripisati zgolj možnostim izgub. Nepoznavanje deželnega tveganja lahko pomeni tudi velik oportunitetni strošek, izpad dobička, ki pa se ni realiziral, ker smo deželno tveganje ocenili za previsoko.

V primeru poslabšanja lahko upnik izpelje naslednje korake (Krayenbuehl, 1985, str. 111-113):

- prekliče neodobrene in neuporabljene kreditne linije, kar pomeni, da mora nadzorovati spremembo rizika in tako na novo opredeliti tveganost. Pri postavljanju višine pribitka oziroma marže pa so danes v ospredju še vedno tržni faktorji, kot npr. konkurenca na trgu mednarodnih posojil;
- tveganje lahko razpršimo tudi tako, da je v projekt vključenih več partnerjev. Ta način zmanjševanja tveganja je pogost pri visokih bančnih posojilih t.i. sindiciranih posojilih⁷;
Ena od oblik partnerstva je tudi skupni podvig ali Joint Venture. Skupna vlaganja so primer, ko dva ali več gospodarskih subjektov skupno investirajo v določen projekt in pri tem delijo tveganja in dobiček. Pri tem se vsa tveganja in tudi deželno tveganje zmanjša na delež investicije posameznega investitorja. Če je drugi investitor iz države gostiteljice, lahko tako skupno vlaganje predstavlja politični ščit pred ukrepi vlade (Šular, 2001, str. 5);
- garancija tretje države, katere deželno tveganje je nižje, je postopek, ki ga lahko uporabimo takrat, ko se posojilo odobri podružnici v državi, ki ima slabše ocene deželnega tveganja kot matično podjetje, ki obratuje v državi z boljšo oceno;

⁷ Sindicirano posojilo je posojilo, ki ga organizirata najmanj dve, navadno pa več bank, pod enotnimi pogoji, ki veljajo za vse udeležence banke, na podlagi skupnih dokumentov in pod upravljalnim vodstvom agenta. Je pogodbeno obveznost skupine bank, da zagotovi jemalcu posojila določeno vsoto sredstev za določeno število let pod določenimi pogoji. Koliko bank bo vključenih v posamezno posojilo je odvisno od višine posojila in velikosti ban.k. Za velike emisije državnega in mednarodnega značaja obstajajo celo stalni konzorciji, v katere se običajno pod vodstvom neke velike banke vključijo številne druge, ki imajo široko mrežo svojih podružnic in agencij. Ti stalni konzorciji štejejo tudi po več sto bank in predstavljajo monopolistične formacije na trgu, ki jih je nemogoče zaobiti. Sindicirana posojila so dandanes splošna bančna praksa in se izvajajo tako na mednarodnih kot domačih trgih (Prohaska, 1999, str. 150).

- država lahko pridobi sredstva tako, da zastavi svoje premoženje. To premoženje, ki predstavlja jamstvo, so lahko depoziti, zlate rezerve države, itd.

Zavarovanje tveganja zavarujejo tudi vladne agencije. V Sloveniji to dejavnost opravlja Slovenska izvozna družba⁸.

Finančne institucije lahko za primere kriznih situacij oblikujejo sredstva za priložnosti, ko države svojega dolga ne morejo več odplačevati. Te provizije pa nikakor ne spremenijo obveznosti držav dolžnic, zavarujejo pa finančno institucijo (Pilbeam, 1998, str. 150).

Tudi Svet Banke Slovenije je na podlagi 74. člena zakona o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99 in 59/01) in drugega odstavka 20. člena zakona o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91-I) izdal Sklep o oblikovanju posebnih rezervacij bank in hranilnic glede na posebna tveganja, ki izhajajo iz posameznih poslov oziroma skupin posameznih poslov. V sklepu pod oznako II. 'Posebne rezervacije za kreditna in deželna tveganja' ter oznako IV. 'Ocenjevanje potencialnih izgub iz naslova deželnega tveganja'. Banka Slovenije narekuje bankam in hranilnicam, da morajo spremljati in ocenjevati kreditna ter deželna tveganja, katerim je pri poslovanju izpostavljena, ter na podlagi ocen oblikovati posebne rezervacije (Sklep o oblikovanju posebnih rezervacij bank in hranilnic, 2002).

3. METODOLOGIJA OCENJEVANJA DEŽELNEGA TVEGANJA PO EUROMONEYU

Med eno najbolj znanih rating ocen deželnega tveganja spada ocena po publikaciji Euromoneya.

⁸ SID je leta 2001 zavarovala okoli 18 mio evrov poslov, na prvem mestu zavarovanih investicij je družba Mercator z vlaganji na Hrvaško, v Bosno in v Srbijo. SID zavaruje za primere sprememb predpisov, likvidnostnih težav, za primere nacionalizacije premoženja. Večina podjetij posluje brez zavarovanj. Vzroki so: podjetja morajo razkriti svoje projekte, kar nerada počno, saj gre za poslovne skrivnosti; zanašajo se na svojo intuicijo, stara poznanstva; zavarovalne premije pomenijo previsoke končne stroške, kar je bilo pomembno tudi v primeru, ko je pivovarna Laško kupila pivovarno v Splitu, ki je bila zadolžena ter je imela zastarelo opremo. Naložba je bila narejena z dolgoročnimi cilji in v prvih treh do petih letih v Laškem ne pričakujejo nikakršnega dobička, zavarovani pa so predvsem bančni posli, trgovina na debelo in kovinska industrija. Neposredne naložbe država vzpodbuja tudi preko Urada za gospodarsko promocijo in tuje investicije, kjer je podjetjem omogočila zmanjšanje tveganj v tveganih državah z različnimi oblikami zavarovanja, s skladi tvegane kapitala in drugimi dostopi do kapitala. Zagotavlja tudi informacijske storitve in nepovratne vzpodbude v obliki projektnih študij in izobraževanja (Horvat, 2000, str. 8).

Ocene gospodarskih gibanj opravijo ekonomisti iz vodilnih finančnih institucij in podružnic iz vsega sveta, kar je pomembno zaradi subjektivnosti, ki jo vsaka ocena lahko nosi. Z najvišjo oceno 100 je ocenjeno gospodarstvo, ki je najhitreje rastoče, z najboljšimi gospodarskimi rezultati doseženimi v idealnih pogojih. V oceni je upoštevana gospodarska rast, monetarna stabilnost, plačilna bilanca ter javni dolg, nezaposlenost ter strukturna neravnovesja. Ekonomisti oblikujejo tudi oceno gospodarske rasti za naslednje obdobje, oceno političnega tveganja pa pripravijo strokovnjaki s tega področja.

Ocena tveganja po Euromoneyu uporablja devet kategorij, ki jih razdelimo v tri širše skupine, in sicer med analitične, kreditne in tržne indikatorje (Euromoney, 3, 1997, str. 169).

3.1 ANALITIČNI INDIKATORJI

Analitični indikatorji obsegajo 50% ocene deželnega tveganja.

- ekonomska gibanja: v celotni oceni deželnega tveganja prispevajo največ četrtno ocene, sem pa spadajo vsi ekonomski podatki in projekcije iz Euromoneyeve Global Economic Projection za tekoče ter za prihodnje leto. Končna ocena je povprečje teh dveh ocen;
- politično tveganje: v oceni tveganja lahko doseže največ četrtno ocene deželnega tveganja, najvišja ocena političnega tveganja pa pomeni, da tega tveganja v državi ni, oziroma je zanemarljivo. Tu se ocenjuje tveganja neplačil ali neservisiranja dolga za blago/storitve, tveganja financiranja trgovine, neplačevanja dividend in nevračanja (nerepatriacije) kapitala.

3.2 KREDITNI INDIKATORJI

Kreditni indikatorji obsegajo 20% ocene deželnega tveganja.

- dolžniški indikatorji: v oceni je najvišji možni delež 10%, višja ocena zopet pomeni boljše izhodišče, podatke pa Euromoney povzame po statističnih podatkih Svetovne banke;
- izostanki anuitet ali reprogramiranje dolga: najvišji delež je 10%, podatki pa so zopet povzeti po tabelah Svetovne banke in sicer za zadnja tri leta. Najvišjo oceno dobi država, ki težav z izostajanjem plačil ali z reprogramiranjem dolga ni imela.

3.3 INDIKATORJI DOSTOPA NA MEDNARODNI FINANČNI TRG

Indikatorji skupaj obsegajo 30% ocene.

- ocena kreditnega ratinga: v celotni oceni obsega 10% delež in je povprečje ocen treh velikih 'rating' agencij IBCA, Moody's ter Standard & Poor's;
- dostop do bančnih posojil: obsega 5% ocene deželnega tveganja, pove pa nam kako je posamezna država uspešna na mednarodnem trgu pri najemanju sindiciranih posojil in pri izdaji obveznic;
- Dostop do kratkoročnih bančnih posojil: obsega 5% ocene deželnega tveganja, podatki pa so pridobljeni preko OECD, ameriške banke Exim, NCM UK itd;
- dostop na kapitalske trge: 5% delež je ocenjen na podlagi analize Euromoneya in pove kako lahko posamezna država nastopa na mednarodnih trgih kapitala, predvsem gre tu za trg obveznic in sindiciranih posojil. Najvišja ocena pomeni dostop na te trge brez kakršnih koli težav, najnižja, pa nezmožnost dostopa;
- Popust pri fortretiranju⁹ predstavlja 5% delež v oceni tveganja, podatke posreduje nekaj največjih svetovnih finančnih institucij, kot npr. Morgan Grenfell Trade Finance, London Forfaiting Company.

V nadaljevanju sledijo gibanja ocen deželnega tveganja za države nekdanje Jugoslavije , vključno s Slovenijo od marca leta 1997 do marca leta 2002, po analizah revije Euromoney.

V marcu leta 1998 Euromoney izjemoma ni izdal marčne ocene deželnega tveganja.

⁹ Fortretiranje ali angleško forfaiting je metoda financiranja, ki jo uporabljajo izvozniki, ki pridobijo sredstva v zelo kratkem času po dostavi blaga. Metoda je alternativa izvoznim kreditom.

3.4 OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA PO POSAMEZNIH DRŽAVAH

3.4.1 Slovenija

Tabela 1: Ocena deželnega tveganja za Slovenijo od marca 1997 do marca 2002

	Rang	Število točk od 100	Ekonomске spremembe	Politično tveganje	Kreditni indikatorji	Dostop do mednarodnega finančnega trga
Ponder			25%	25%	20%	30%
SLOVENIJA						
Marec '97	38	73,97	18,38	16,06	19,55	19,97
September '97	36	72,96	17,48	14,26	19,55	24,67
September '98	38	55,36	17,56	17,34	0,43	20,01
Marec '99	32	70,06	16,62	12,07	19,94	21,43
September '99	33	68,99	16,11	11,62	19,94	21,32
Marec '00	32	71,28	16,76	12,10	20,00	22,43
September '00	33	68,93	17,43	12,31	15,66	23,54
Marec '01	33	71,83	17,72	13,73	19,73	20,65
September '01	31	73,78	17,83	12,26	19,73	23,96
Marec '02	33	73,82	16,81	12,38	19,36	25,27

Vir: Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Euromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Euromoney, 3, 2001, str. 106-109, Euromoney, 9, 2001, str. 215-219, Euromoney, 3, 2002, str. 114-117.

Rang ocene deželnega tveganja za republiko Slovenijo je v zadnjih petih letih nihal med 38. in 31. mestom na Euromoneyevi lestvici, medtem ko večje nihanje beležimo v številu točk, ki so se gibale od 55,36 pa tja do največje dosežene vrednosti 73,82, katero smo dosegli v zadnji oceni marca 2002. Najšibkejši indikator v deželnem tveganju je v preteklih letih predstavljala kreditna ocena, ki pa se je v zadnjih petih letih močno popravila in potisnila Slovenijo v razred držav z visokim zaupanjem (ocena A po agenciji Standard & Poor's¹⁰). Problem pa ostaja politično tveganje, ki je v neki meri v povezavi z indikatorji vstopa na mednarodni finančni trg.

Politični rizik odseva stanje tveganosti pri prostem neoviranem pretoku produkcijskih faktorjev in pri servisiranju obveznosti po sklenjenih političnih in gospodarskih meddržavnih dogovorih, ki zaradi notranjih političnih razmer v Sloveniji ne bi smeli biti moteni (Gmeiner, 1996, str. 17).

Politične težave, ki zaznamujejo Slovenijo so nerešena vprašanja s sosednjo Hrvaško, Italijo (vprašanje premoženja optantov), v poročilih Mednarodnega denarnega sklada (IMF) pa je moč zaslediti še nesimpatije glede počasne privatizacije bank. V Sloveniji ni moč zaslediti posebej težavnih etničnih ali verskih gibanj, so pa slednja močnejša v ostalih državah nekdanje Jugoslavije in še danes vzrok velikih nesoglasij. Ker je Slovenija bila včasih ena izmed republik v SFR Jugoslaviji, kot pravi Gmeiner (1996, str. 21): Slovenski 'country risk' ostaja do razrešitve celotnega sukcesijskega sklopa pod močnim vplivom 'jugo' rizika z večplastnimi negativnimi posledicami.

V prihodnosti lahko pričakujemo rešitev spornih vprašanj s sosedami, pridružitvev Natu ter Evropski uniji, kar bo (po sedaj obljubljenih prednostih vstopa v Nato in EU) močno povečalo oceno političnega tveganja, ki sedaj obsega okoli polovico možnih točk političnega indikatorja.

¹⁰V osnovi agencija oceni fiskalne, politične, monetarne, splošno gospodarske ter posojilne kazalnike. Danes je slovenska ocena za dolgove v tuji valuti A/stabilno.

3.4.2 Hrvaška

Tabela 2: Ocene deželnega tveganja za Hrvaško od marca 1997 do marca 2002

	Rang	Število točk od 100	Ekonomske spremembe	Politično tveganje	Kreditni indikatorji	Dostop do mednarodnega finančnega trga
Ponder			25%	25%	20%	30%
HRVAŠKA						
Marec '97	61	57,58	14,12	11,25	19,55	12,66
September '97	70	52,68	13,64	10,19	13,91	14,93
September '98	52	43,89	11,97	13,65	4,80	13,48
Marec '99	52	54,04	11,01	9,42	19,64	13,98
September '99	57	52,60	11,07	7,79	19,64	14,09
Marec '00	70	47,08	10,32	7,84	18,10	10,81
September '00	70	49,67	11,69	8,49	16,81	12,68
Marec '01	55	55,52	11,91	9,22	19,18	15,21
September '01	59	53,50	12,85	7,98	19,18	13,48
Marec '02	58	55,80	13,18	8,26	17,54	16,82

Vir: Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Euromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Euromoney, 3, 2001, str. 106-109, Euromoney, 9, 2001, str. 215-219, Euromoney, 3, 2002, str. 114-117.

Rang Hrvaške je v zadnjih petih letih nihalo od najnižjega 70. do najvišjega 52. mesta. Bolj nazorni so rezultati doseženih točk, kjer se ocena Hrvaške giblje okoli polovice možnih doseženih točk. Najšibkejši faktorji so ekonomski indikatorji, ter med seboj povezani politični indikatorji in indikatorji dostopa do mednarodnega finančnega trga. V zadnjih petih letih je Hrvaška dosegala najnižje število točk od septembra 1998 do septembra 2000, ko je pri vseh indikatorjih beležila nizke ocene. Zanimivo je, da navkljub zamenjavi oblasti in večji odprtosti sedanje hrvaške vlade pri sodelovanju z mednarodnimi institucijami, država dosega tako nizke ocene političnih indikatorjev.

3.4.3 Bosna in Hercegovina

Tabela 3: Ocene deželnega tveganja za Bosno in Hercegovino od septembra 2000 do marca 2002

	Rang	Število točk od 100	Ekonomske spremembe	Politično tveganje	Kreditni indikatorji	Dostop do mednarodnega finančnega trga
Ponder			25%	25%	20%	30%
BiH						
September '00	178	15,82	3,38	3,25	8,16	1,04
Marec '01	124	32,13	3,32	1,08	18,68	5,05
September '01	161	23,89	3,24	1,96	18,68	0
Marec '02	130	28,71	3,59	4,39	17,81	2,91

Vir: Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Euromoney, 3, 2001, str. 106-109, Euromoney, 9, 2001, str. 215-219, Euromoney, 3, 2002, str. 114-117.

Bosna in Hercegovina je svoj položaj republike utrdila leta 1995, ko je z Daytonskim sporazumom uredila položaj obeh entitet v skupni državi. Prva ocena konec leta 2000 je bila res prva in zato še bolj negotova, že leto kasneje pa je točkovno oceno tveganja uspela izboljšati za 103%. Septembra istega leta je sledil padec, predvsem zaradi ocene indikatorja dostopa do mednarodnega finančnega trga, marca leta 2002 pa se je ocena zopet popravila.

3.4.4 Zvezna republika Jugoslavija

Tabela 4: Ocene deželnega tveganja za Jugoslavijo od marca 1997 do marca 2002

	Rang	Število točk od 100	Ekonomske spremembe	Politično tveganje	Kreditni indikatorji	Dostop do mednarodnega finančnega trga
Ponder			25%	25%	20%	30%
JUGOSLAVIJA						
Marec '97	166	19,83	4,18	4,42	10,00	1,23
September '97	162	17,45	3,68	3,77	10,00	0
September '98	164	8,63	2,86	4,84	0,37	0,57
Marec '99	171	15,25	0,92	3,83	10,00	0,50
September '99	174	14,83	1,21	3,12	10,00	0,50
Marec '00	175	12,64	0,69	1,57	10,00	0,38
September '00	180	14,81	1,99	1,73	10,00	1,09
Marec '01	178	17,88	3,00	4,37	10,00	0,51
September '01	177	16,71	2,93	2,89	10,00	0,89
Marec '02	176	18,74	3,16	3,73	10,00	1,86

Vir: Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Euromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Euromoney, 3, 2001, str. 106-109, Euromoney, 9, 2001, str. 215-219, Euromoney, 3, 2002, str. 114-117.

Točkovna ocena deželnega tveganja za ZR Jugoslavijo se v zadnjih letih ni veliko spreminjala, večji padec je dosegla leta 1998. ZR Jugoslavija je bila do sedaj v veliki meri izolirana od ostalega sveta, najprej v času vojne, od konca marca 2002 (za slabe dva meseca) pa zaradi nesodelovanja z mednarodnim tribunalom v Haagu, ker ni želela izročiti vojnih zločincev. Mednarodne finančne institucije so v zameno za sodelovanje ZR Jugoslaviji odobrile znatno finančno pomoč. Verjetno bodo podobna sodelovanja sledila tudi v prihodnosti. Skupaj z ustreznimi reformami in stabilizacijo gospodarstva bo tudi jugoslovanska ocena deželnega tveganja močno pridobila na svoji višini oziroma rangu.

3.4.5 Makedonija

Tabela 5: Ocene deželnega tveganja za Makedonijo od marca 1997 do marca 2002

	Rang	Število točk od 100	Ekonomske spremembe	Politično tveganje	Kreditni indikatorji	Dostop do mednarodnega finančnega trga
Ponder			25%	25%	20%	30%
MAKEDONIJA						
Marec '97	107	35,60	9,35	5,72	19,02	1,51
September '97	151	23,30	0,16	6,59	9,02	4,30
September '98	140	12,40	5,23	6,36	1,84	1,97
Marec '99	146	25,33	4,56	8,19	9,40	3,18
September 99	160	22,99	5,25	6,49	9,40	1,85
Marec '00	120	32,02	4,34	6,14	18,39	3,16
September '00	100	37,37	6,30	7,67	18,18	5,21
Marec '01	104	35,14	4,60	6,29	19,38	4,88
September '01	150	25,36	1,98	1,85	19,38	2,15
Marec '02	136	28,10	3,28	2,63	18,68	3,51

Vir: Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Euromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Euromoney, 3, 2001, str. 106-109, Euromoney, 9, 2001, str. 215-219, Euromoney, 3, 2002, str. 114-117.

Točkovna ocena deželnega tveganja je v zadnjih petih letih nihala veliko bolj, kot ocene ostalih proučevanih držav. Rang Makedonije je nihala od najslabšega 160. mesta, ki ga je dosegla septembra 1999, do 100. mesta iz septembra 2000. Predvsem ima država slabo oceno vseh indikatorjev, razen kreditnega, ki ocenjuje izostanke anuitet ali reprogramiranja ter dolžniške indikatorje. Te podatke posreduje Svetovna banka in velikokrat niso točni. Ocene kažejo, da se je tudi Makedonija srečevala s političnimi, socialnimi ter gospodarskimi težavami, nekatere rešuje še danes.

4. TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE¹¹

4.1 KRATKA ZGODOVINA RAZVOJA NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ

Internacionalizacija v obliki neposrednih tujih investicij se je pričela v poznem 19. stoletju, v viktorijanskem obdobju, ko so se že pojavljale prve vertikalno integrirane multinacionalke, kot na primer kolonialne plantaže Lever Brothers (danes Unilever), investicije v zahodnoafriške plantaže za pridelavo rastlinskih olj, Cadbury'sove plantaže kakava in Dunlopove kavčuka. Velika Britanija je leta 1914 kraljevala na čelu svetovnih neposrednih investicij. Njen delež je bil skoraj polovičen, po drugi svetovni vojni pa so se na prvem mestu pojavile ZDA z multinacionalkami kot so IBM, General Motors in ITT. Do leta 1960 je ameriški delež znašal polovico vseh svetovnih neposrednih investicij. Kasneje so začele pogumneje investirati tudi evropske države, predvsem pa Japonska (Buckley, 1998, str. 111).

4.2 PRAVNI OKVIRI NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ

Neposredne naložbe slovenskih rezidentov v tujini in nerezidentov v Sloveniji ureja 10. člen zakona o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št.23/99). Po tem zakonu je neposredna naložba tista naložba, ki je vzpostavljena z namenom trajnega ekonomskega povezovanja in pridobitve učinkovitega vpliva na upravljanje gospodarske družbe ali drugih pravnih subjektov (Neposredne naložbe, 2001, str. 28).

Oblike kapitalskih tokov v države so:

- neposredne tuje investicije (Foreign Direct Investment)
- portfeljske investicije
- ostale oblike finančnih tokov (sem spadajo tudi bančna posojila)¹²

¹¹ Tuje neposredne investicije = ang. Foreign Direct Investment ali FDI

¹² Lahko špekuliramo, ko rečemo, da je vzrok kratkoročnega posojanja le v razlikah v obrestni meri in v pričakovanju o določenem gibanju menjalniških tečajev. Nasproti dolgoročnim FDI Loughani in Razin povzemata po Hausmannu ter Fernandez-Ariasu, pa je kratkoročno posojanje kot 'slab holesterol'. Država bo namreč na vsak način želela zavarovati svoj bančni sistem. FDI teh značilnosti nimajo, zato ga imenujeta 'dobri holesterol'.

Poleg naštetih treh oblik med neto kapitalski tok spadajo še:

- posojila dana s strani IMF-a
- izredno financiranje

4.3 FAKTORJI IN POMEN NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ

4.3.1 Faktorji pomembni pri neposrednem investiranju

- Indikatorji konkurenčnosti

Tak indikator je cena enote dela v proizvodnji, uporablja pa se tudi mesečne povprečne plače, itd. (vse izraženo v ameriških dolarjih).

- Liberalizacija trgovine

Neposredne investicije so pogoste takrat, ko je neka dejavnost zelo izvozno usmerjena, ali pa zahteva velike inpute iz uvoza. Pričakovali bi, da višja kot je stopnja liberalizacije, višja bo stopnja neposrednih investicij. Indikator, ki nam pove, kakšna je stopnja liberalizacije v gospodarstvu, je indeks zunanje liberalizacije, ki ga objavlja EBRD (European Bank for Research and Development).

- Restrikcije glede neposrednih investicij

Kako posamezne države omejujejo neposredne tuje investicije in kakšne prepreke jim postavljajo, variira od države do države, vsaka restrikcija pa omejuje tok kapitala in omejuje gospodarsko rast.

- Metoda privatizacije

Model privatizacije je pomemben faktor in odloča o tem, kako se bo država privatizirala. Neposredna prodaja z enakopravnim dostopom tujih investorjev predstavlja zanje veliko priložnost. Notranja privatizacija pomeni, da se podjetje odproda menedžerjem, zaposlenim ter njihovim ožjim članom, kar lahko povzroča ovire za tok neposrednih investicij.

Prost pretok kapitala je pomemben z vsaj treh vidikov:

- mednarodni tokovi kapitala znižujejo tveganja lastnikov kapitala, ki svoja sredstva prosto plasirajo v obliki posojil ali investicij;
- globalizacija kapitalskih trgov je privedla do poznavanja računovodskih, zakonodajnih, korporacijskih praks;
- globalna mobilnost kapitala omejuje slabe poteze vlad držav prejemnic neposrednih tujih investicij.

4.3.2 Razlogi za pospeševanje investicijskega vstopa

- neposredne tuje investicije omogočajo prenos tehnologije, različne nove vložke kapitala v nove tehnologije, kar ni posledica običajne trgovine blaga in storitev;
- prejemniki neposrednih tujih investicij so deležni posebnega izobraževanja v okviru nove produkcijske zasnove, kar pripomore k razvoju človeškega kapitala;
- dobički, generirani z FDI predstavljajo davčni prihodek države gostiteljice¹³;
- dejstvo je, da neposredne tuje investicije (običajno dolgoročnega značaja) ne morejo uiti iz države ob prvih znakih težav tako hitro kot kratkoročne naložbe, zato se v času finančnih kriz izkažejo za manj občutljive;
- po raziskavah FDI povečajo v skoraj enaki meri domače investiranje¹⁴.

Hausmann in Fernandez-Arias (Loungani, Razin, 2001) izpostavljata visok delež FDI v državah v razvoju kot slab kazalec. Države v razvoju, katere imajo delež FDI toka večji, kot deleže ostalih oblik kapitalskih tokov, predstavljajo bolj tvegane države, s tveganjem opredeljenim s kreditnim ratingom (Mody's ali Standard & Poor's) ali z indikatorji deželnega tveganja. Prav tako so to države, kjer je kakovost finančnih institucij nižja.

¹³ Nekatere države želijo visoke pritoke neposrednih tujih investicij, zato za tuja podjetja znižujejo davke, npr. davek na dobiček, zaradi katerega je Irska v nesoglasju z EU, zato ga počasi zvišujejo na višjo raven

¹⁴ Raziskava je vključevala 58 držav, od teh 18 t.i. 'emerging markets'. Veselinovič (2001, str. 4) opredeljuje 'emerging markets' kot nastajajoče delniške trge, ki so v Evropi sinonim za bivše socialistične in tudi komunistične države, čeprav obstajajo tudi izjeme (Ciper, Malta, nekatere regije iz razvitih evropskih držav). Pred desetimi leti teh trgov ni bilo, danes rastejo z izjemno hitrostjo, razvijajo se pravzaprav iz nič.

Ugotovitve so na prvi pogled izključujoče. FDI potemtakem silijo na neurejene, neučinkovite kapitalske trge z visokim kreditnimi in deželnimi tveganji. Dejstvo pa je, da investitorji najučinkoviteje in najvarnejše na te trge investirajo ravno na neposreden način, kot da se naslanjajo na lokalne finančne organizacije. Portfeljske investicije in druge naložbe zaradi lokalne nerazvitosti finančnega trga ne zadoščajo zahtevam investitorjev.

Hymer (Buckley, 1998, str. 117) postavi navezujočo se tezo, da podjetja, ki neposredno investirajo, posedujejo prednost pred lokalnimi podjetji. Na teh trgih pa veljajo velike nepravilnosti, neuskklajenosti, kar je tisto, kar žene neposredne investitorje. Nepopolnost trgov neposrednim investitorjem omogoča izkoriščanje monopolnega položaja, do česar prihaja zaradi nepopolne konkurence in nepopolnih informacij.

Cilj držav v razvoju mora zato biti izboljšanje splošne investicijske klime v duhu globalizacije kapitalskih trgov. Ribnikar (Veselinovič, 2001, str. 1) pravi, da realni sektor pravzaprav odseva finančnega, kar pomeni, da brez razvitega realnega ni razvitega finančnega sektorja.

5. NEPOSREDNE INVESTICIJE V DRŽAVE JUGOVZHODNE EVROPE

5.1 HRVAŠKA

5.1.1 Oris dogajanja po razglasiti samostojnosti

Hrvaška je postala neodvisna leta 1991. Po turbulentnem desetletju je ohranila svojo državnost, utrdila položaj nove valute, hrvaške kune, rekonstruirala državo po razdejanju vojne, uvedla program makroekonomske stabilizacije, podprla reforme za prehod hrvaškega gospodarstva v tržno ekonomijo, v letu 2000 pa na volitvah utrdila demokracijo (The World Bank Report, 2001a).

Parlamentarne in predsedniške volitve so signalizirale velike pozitivne spremembe v politični strukturi ter pospešeno regionalno in mednarodno integracijo države. Najpomembnejši izzivi za Hrvaško so okrevanje gospodarstva, zmanjšanje vloge države pri gospodarskih odločitvah, privabljanje tujega kapitala ter ustrezno gospodarsko rast. Za takšno gospodarsko rast pa je ključnega pomena odprtje evropskega trga z izvozno usmerjeno produkcijo. Po letu 2000 je podpisala trgovinske sporazume s pomembnimi trgovinskimi partnerji (CEFTA, WTO), kar omogoča izvoznikom boljše pogoje pri izvozu.

5.1.2 Neposredne tuje investicije in deželno tveganje

Tok neposrednih investicij na Hrvaškem je bil v zadnjih letih ustrezen, a le navidez, saj je bila neustrezna njegova sestava. Država bi morala pritegniti več investicij v proizvodni sektor in sicer preko privatizacije ali pa preko novih t.i. 'greenfield' investicij (Hughes, 2001, str. 6).

Hrvaška je znižala davek na dobiček na 25%, ter za podjetja, ki investirajo vsaj 60 milijonov hrvaških kun in povečajo število zaposlenih za 75, uvedla oprostitev davka na dohodek za naslednjih deset let. Rezultati so bili pod pričakovanji. Same vzpodbude niso pritegnile novih investicij. Gospodarska rast, ki je bila leta 1999 celo negativna, visoko politično tveganje s predsednikom Tuđmanom na čelu ter vladajočo stranko HDZ, ki je svojim članom in sorodnikom prodajala podjetja, ter draga delovna sila so faktorji, ki so igrali vlogo pri odločanju tujih neposrednih investitorjev. V zadnjih letih velikega vpliva neposrednih investicij tudi na zaposlenost ni bilo opaziti, saj se odstotek oseb brez dela še vedno giblje okoli 22.

Najmanjše število točk pri oceni deželnega tveganja je Hrvaška dosegla v letu 2000, to je bilo leto parlamentarnih in (po smrti predsednika Tuđmana) tudi leto predsedniških volitev. Nova vlada je spremembe sprejemala počasi, v koaliciji šestih strank. Reforme so potekale počasi, Hrvaška pa se je spoprijemala še s težavami, ki so zaradi odločitve koalicije o izločitvi dveh vojnih generalov mednarodnemu sodišču za vojne zločine v Haagu-prerasli v notranje nemire.

Razvoj Hrvaške pa World Bank pogojuje z uspešno integracijo republike v njeno ožje okolje. Daytonski sporazum je imel za Hrvaško pozitivne učinke, podpisalo pa ga je vseh pet držav naslednic. Gospodarske vezi, vključno s transportom in trgovino, so se obnovile, s koristmi za obe deželi. Tudi Hrvaška pa je svoje plačilnobilančne težave reševala s kopičenjem mednarodnih dolgov.

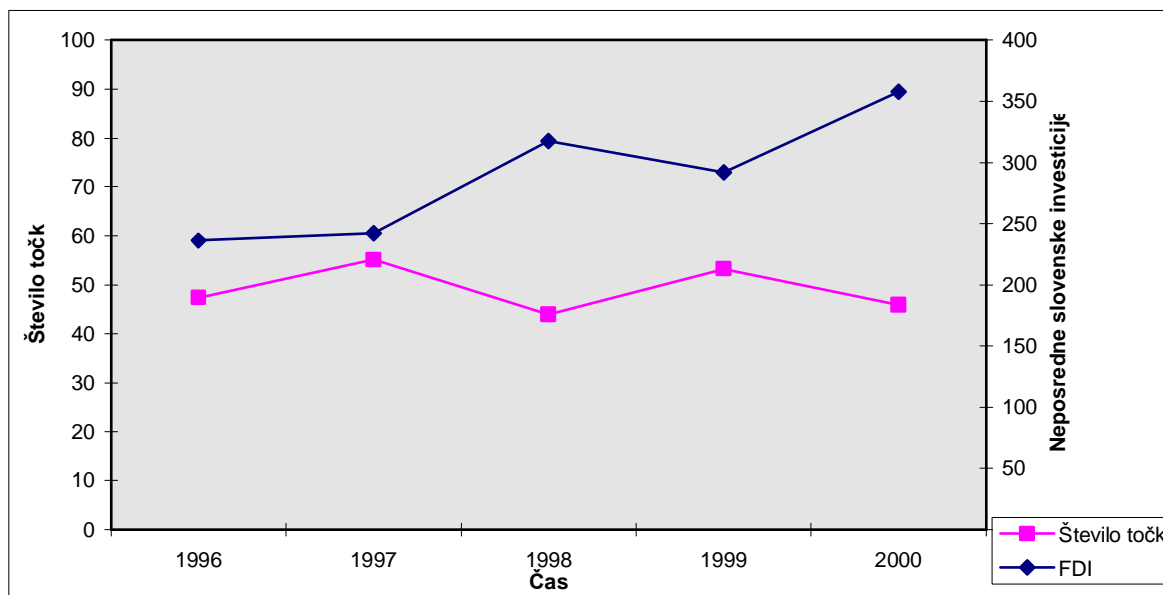
Kot rečeno mora Hrvaška popraviti svoje splošno gospodarsko stanje in tudi tako ustvariti ugodno klimo za FDI. Ocene političnega tveganja so slabe tudi zaradi še kar svežih spominov o vladanju predsednika Tuđmana, HDZ, res pa je tudi, da se je v neposredni bližini še vedno dogajala vojna. Kreditni indikatorji postavljajo Hrvaško v razred držav, kjer bi neugodne gospodarske razmere zelo verjetno oslabile sposobnost vračanja dolgov (po Standard & Poor's je hrvaška ocena za dolgove v tuji valuti BBB-/stabilno).

5.1.3 Neposredne investicije in Slovenija

Za Slovenijo Hrvaška danes pomeni pomembno stekališče neposrednih investicij. Zanimajo se predvsem za t.i. 'greenfield' (nove) naložbe ter za naložbe v turizmu. Hrvaška pa pomeni tudi odskočno desko Slovenije za sodelovanje s trgi nekdanje Jugoslavije. Državi imata med sabo še številna nerešena vprašanja, ki danes bolj omejujejo Slovenijo kot Hrvaško. Privatizacija je v bančnem sektorju povečala lastništvo v prid tujcev, investiranje v bančni sektor pa slovenskim investitorjem omejuje nerešeno vprašanje hrvaških varčevalcev Ljubljanske banke.

Groba ocena o višini slovenskih neposrednih investicij za leto 2001 je okoli 400 milijonov dolarjev, kar kaže na izredno aktivno delovanje slovenskih podjetij na teh trgih. Neposredne investicije pa na hrvaško gospodarstvo še vedno nimajo zelenega učinka.

Slika 1: Gibanje slovenskih neposrednih investicij na Hrvaškem v primerjavi s točkovnimi ocenami deželnega tveganja od leta 1996 do 2000 v milijonih ameriških dolarjev



*točkovna ocena deželnega tveganja za posamezno leto je aritmetična sredina marčne in septembrske ocene, razen za leto 1998, ko je Euromoney objavil lestvico le septembra. Vir: Neposredne naložbe, 2001, str. 25), Euromoney, 3, 1996, str. 160-163, Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Euromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, ter lastni preračuni.

Če primerjamo gibanje slovenskih neposrednih naložb s točkovno oceno deželnega tveganja, opazimo, da je trend gibanja obraten. Ocena deželnega tveganja je na slovenske neposredne investicije vplivala v neki meri, opazen pa je vpliv še ostalih dejavnikov.

5.2 BOSNA IN HERCEGOVINA

5.2.1 Oris dogajanja po Daytonu

Republika Bosna in Hercegovina je po koncu leta 1995 s podpisom Daytonskega sporazuma zaživela kot dve entiteti, Federacija Bosna in Hercegovina ter Republika Srbska.

Vojna je pustila uničeno infrastrukturo, proizvodne obrate, vojne žrtve, begunce. V državi so se z mednarodno pomočjo začeli izvajati številni programi obnove železnic, cest, proizvodnih obratov ter okrepitve in prehod gospodarstva v tržno ekonomijo. Mednarodne organizacije (World Bank, IMF, EBRD) si še vedno prizadevajo z obnovo izboljšati gospodarsko stanje. Obnova temelji na tuji finančni pomoči, katere cilj je spremeniti gospodarstvo v takšno, ki bo z ustrežno gospodarsko rastjo ter zaposlenostjo nudila državljanom ustrezen standard ter nove priložnosti.

Od leta 1998 potekajo obsežne reforme bančnega sistema, privatizacija in restrukturiranje podjetij, reforme trga dela, pokojninskega ter zdravstvenega sistema, uvedba enostavnega carinskega sistema in liberalizacija trgovinskega sistema. Leto 2000 je bilo leto volitev ter hkrati leto, ko se je v BiH hitrost uvajanja reform zmanjšala, zaznali pa so 6% padec gospodarske rasti. Hitro okrevanje gospodarstva se je prenehalo, kar je pomenilo padec v lokalnih in tujih investicijah (The World Bank Report, 2001b).

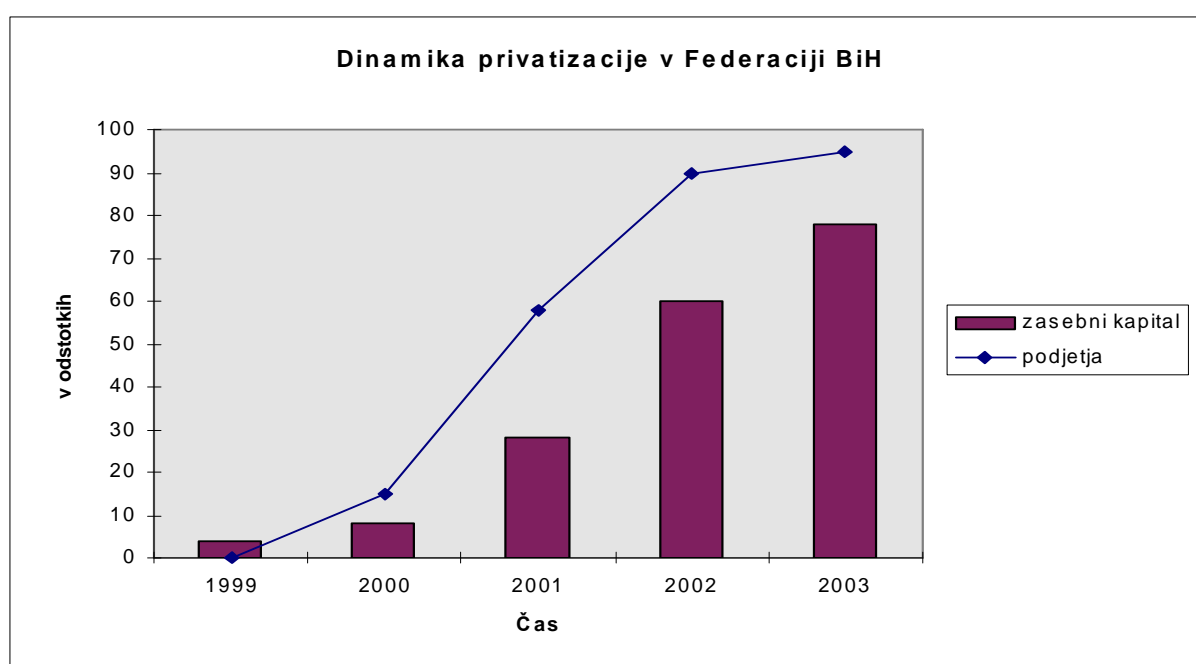
Po letu 2000, ko je Euromoney objavil prvo oceno deželnega tveganja za BiH, je sledilo formiranje nove nenacionalistične vlade, ki je začela uvajati svoj program oživitve gospodarstva. republiko pa še vedno pestijo težave zaradi neusklajenosti med entitetama.

Republika Srbska je v primerjavi z drugo entiteto veliko bolj vezana na hiperinflatorno gospodarstvo ZRJ, kar povzroča večjo rast cen in manjšo gospodarsko rast. Med entitetama so neusklajeni tako davki kot carinske stopnje, vse to pa zmanjšuje (uradno) menjavo med entitetama ter povečuje neuradno.

5.2.2 Neposredne investicije in privatizacija

Pomembna naloga za državo (kot tudi za finančne institucije) so tudi neposredne investicije, ki so nujne za povečanje konkurenčnosti BiH in zmanjševanje problema visoke stopnje brezposelnosti. Zelo pomemben korak pomeni uspešna privatizacija. V zadnjih treh letih so v Federaciji privatizirali 350 podjetij, v skupni vrednosti 573 milijonov konvertibilnih mark. Načrt za letos je mnogo ambicioznejši, saj predvideva privatizacijo 340 podjetij v skupni vrednosti 1,7 milijarde konvertibilnih mark (Đerić, 2002, str. 11).

Slika 3: Dinamika privatizacije v Federaciji Bosne in Hercegovine



Vir: Đerić, 2002, str. 11.

Žal pa privatizacija v obeh entitetah ne poteka enako hitro, tudi tuja finančna pomoč priteka pretežno v entiteto BiH.

Država tuje investitorje privablja na različne načine:

- z različnimi shemami mednarodnih garancij in zavarovanj tujih naložb, kot sta Investment Guarantee Agency in Investment Guarantee Trust Fond for Bosnia and Hercegovina, ki varujejo tuje investitorje pred najpomembnejšimi političnimi tveganji,

- prednost Federacije BiH je v nizki stopnji inflacije,
- tuje finančne pomoči so se stekale predvsem v rekonstrukcijo infrastrukture ter proizvodnih obratov,
- delovna sila je poceni,
- tuji investitorji so deležni precejšnjih olajšav, v Federaciji so podjetja v prvih treh letih oproščena plačila davka na dobiček, ki je sicer 30%, v prvih petih letih pa v Republiki Srbski, kjer znaša od 10-30% (Đerić, 2002, str. 11),
- za BiH velja preferencialni režim tako pri uvozu v EU, kot tudi v države JV Evrope, kjer nastaja ogromno prosto trgovinsko območje.

Tabela 6: Največji slovenski vlagatelji v Federaciji Bosne in Hercegovine v letu 2001

Vlagatelj	Podjetje v BiH	Vložek v KM
Terme Čatež	Ilidža-Sarajevo	50.000.000,00
Prevent	Volkswagen Sarajevo	20.100.000,00
Intereuropa	Nova Intereuropa Sarajevo	13.800.000,00
Kapis	Tomislavgrad	5.200.000,00
Bori	Bori KMO Bosanska Krupa	3-5000000,00
Kmečka družba	Oslobođenje	3.500.000,00
Alpina	FOGS Sarajevo	1.500.000,00

***KM= konvertibilna marka**

Vir: Đerić, 2002, str. 11.

Slovenska vlaganja v BiH se povečujejo, čeprav je čutiti nezaupljivost do tujih vlagateljev, saj velja napačno prepričanje, da tujci poceni kupujejo največja državna bogastva, dejstvo pa je, da bo le na ta način v državo prispel svež kapital, ki bo omogočil ponoven zagon proizvodnje, zaposlovanje in gospodarsko rast.

Izziv za BiH bo v bližnji prihodnosti predstavljal upad mednarodnega toka plačil, kar bo pomenilo, da bo morala do takrat država poskrbeti za ustrezen izvoz in neposredne tuje investicije. Primanjkljaj se namreč sedaj financira izključno s strani tujih posojil in ostalih pomoči, pomembno za državo pa bo tudi redno servisiranje dolga.

Največji izziv bo torej v prihodnosti za Republiko BiH pomenilo pretrgati popkovino med mednarodnimi institucijami, preko katerih v državo stalno pritekajo nova finančna sredstva, ki jih mora država smotrno naložiti v tiste investicije, ki bodo v prihodnosti zmanjševale

odvisnost od zunanjih virov. Na prvem mestu so tu neposredne investicije, ki najhitreje v državo prinesejo kapital, novo znanje, trenutno zmanjšajo brezposelnost in prispevajo h gospodarski rasti. Pomembna bo dokončna izpeljava privatizacije, tudi v RS, med obema entitetama pa harmonizacija davčnega, zakonodajnega in trgovinskega sistema. Prav tako bosta morali rešiti problem korupcije in nacionalnih trenj, ki lahko pomenijo zaviranje izvajanj reform.

5.3 ZVEZNA REPUBLIKA JUGOSLAVIJA

5.3.1 Jugoslavija danes

Po desetih letih izolacije je jugoslovansko gospodarstvo v slabem stanju, saj je država izgubila v tem času kar polovico gospodarskega potenciala. Najpomembnejši projekti, ki se izvajajo sedaj s pomočjo različnih mednarodnih finančnih organizacij (IMF, EBRD¹⁵, World Bank) so usmerjeni predvsem v reševanje problema infrastrukture, ki jo je uničila vojna. Svetovna banka bo (skupaj z ostalimi donatorji in kreditodajalci) v prihodnjih štirih letih v ZR Jugoslavijo investirala okoli 4 milijarde dolarjev, od tega, bo približno tretjina tujih vlaganj privatnega izvora, ostanek bodo prispevali donatorjev. Cilj vlade je uvajati reforme s programi, ki pospešujejo prehod v tržno gospodarstvo.

Težava ZR Jugoslavije je bila doslej tudi nedoločljivo razmerje Srbije in Črne Gore, ki sta ga 14. marca 2002 razjasnili s podpisom sporazuma. Ta Črno Goro priznava kot neodvisno entiteto, v kateri ima posebno mesto tudi Kosovo z Ibrahimom Rugovo na čelu. Sporazum ne prinaša gospodarske harmonizacije. V ZRJ vladata tako dva različna davčna režima, valuti in carinska sistema. Gospodarski kazalci so nekoliko boljši v Črni Gori, ZRJ kot celota pa se ubada z visokim plačilno-bilančnim deficitom, ki je leta 2001 znašal 2,9 milijarde dolarjev. Financiranje deficita zahteva neposredne tuje investicije ter posojila, ki jih Jugoslavija dobiva pod različnimi pogoji.

V Jugoslaviji je med vsemi indikatorji deželnega tveganja najbolj vprašljivo politično tveganje. V primerjavi z BiH, ki ima problem entitet rešen že od leta 1995 s podpisom Daytonskega sporazuma, je Jugoslavija prvi korak storila šele letos, kar pomeni, da bodo predvsem zahodna podjetja potanko spremljala nadaljnji razvoj politične situacije.

¹⁵ EBRD- European Bank for Research and Development

5.3.2 Privatizacija in ostale reforme

Privatizacija podjetij se bo v ZR Jugoslaviji končala v naslednjih štirih letih, njen cilj pa je pritegniti tuje neposredne investitorje, ki bodo izboljšali kvaliteto poslovanj, upravljanja, menedžmenta.

Reforme, ki jih izvaja vlada so usmerjene k spremembam, ki bodo pripomogle k boljši investicijski klimi. Podjetja, ki investirajo so deležna zmanjšanja davčnih obveznosti za polovico, zmanjšale so se dajatve iz plač, kar je pocenilo ceno delovne sile, davčni sistem je bolj transparenten, opravljena je reforma zakona o mestnem zemljišču, planiranju in gradnji, kar je zelo pomembna reforma za tuje investitorje¹⁶. Tuje investicije so dobrodošle, saj pomenijo revitalizacijo gospodarstva in zmanjšanje nezaposlenosti.

V ZR Jugoslaviji pa je politično in ekonomsko tveganje zmanjšano zato, ker so se mnoge vladne organizacije kot npr. grška, ameriška in avstrijska odločile garantirati za tveganje svojih investitorjev, ki investirajo na jugoslovanske trge (Šušnjar, Grilčkov, 2002, str. 15).

5.3.3 Neposredne investicije in Slovenija

Slovenija navkljub dejstvu, da se vladi še vedno dogovarjata o podpisu sporazuma o prosti trgovini, v zadnjem času dobro sodeluje z ZR Jugoslavijo. Želi pridobiti nove trge in tako zmanjšati odvisnost od izvoznih trgov Evropske unije.

Slovenija si želi gospodarskega sodelovanja z ZR Jugoslavijo. Gospodarska zbornica Slovenije je marca 2002 v Beogradu odprla svoje predstavništvo, hkrati pa je očitno, da se je pričel konkurenčen boj tujih investitorjev tudi na tem, na novo nastajajočem trgu. Svetovna recesija že danes sili investitorje, da za svoja sredstva iščejo nove trge, nova področja investiranja.

Po ocenah Svetovne banke naj bi bilo leta 2002 v ZRJ investiranih 400 milijonov dolarjev v obliki tujih neposrednih investicij, do leta 2005 pa še nadaljnjih 850 milijonov, kar jasno kaže, da se investicijska klima v ZR Jugoslaviji izboljšuje (Šušnjar, Grilčkov, 2002, str. 16).

¹⁶ Izgradnja nakupovalnega centra Mercator v Beogradu stoji zaradi težav pri pridobitvi ustreznih dovoljenj.

Podpisani sporazumi ZR Jugoslavije o prosti trgovini z Madžarsko in Makedonijo se izvajajo, s Hrvaško naj bi ga podpisali do konca leta, pripravljajo pa še sporazume z Albanijo, Bolgarijo in Romunijo, ki naj bi do konca leta zaokrožili trgovino na Balkanu. Ta trg, na katerem bi investirali in odprli nova delovna mesta, ima 55 milijonov potrošnikov (Veras, 2002, str. 91).

Sicer pa je prvo leto reform potekalo v duhu rekonstrukcije finančnega sistema, uvajanja plačilnobilančne discipline (lanski deficit je znašal 2,9 milijona dolarjev in je od leta 2000 večji za 47,6%), sanacije bančnega sistema in privatizacije.

Slika 3: Gibanje slovenskih neposrednih investicij v ZR Jugoslaviji v primerjavi s točkovnimi ocenami deželnega tveganja od leta 1996 do 2000 v milijonih ameriških dolarjev



*točkovna ocena deželnega tveganja za posamezno leto je aritmetična sredina marčne in septembrske ocene, razen za leto 1998, ko je Euromoney objavil lestvico le septembra, ter za leto 1996, ko ocene za ZRJ še ni bilo

Vir: Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Euromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Neposredne naložbe, 2001, str. 55, lastni preračuni.

Slika ne kaže očitne povezanosti med ocenami deželnega tveganja in slovenskimi neposrednimi investicijami. V pretežni meri so nanje vplivali drugi dejavniki, katere deželno tveganje ne meri. Ti dejavniki so lahko spremembe v povezavi s privatizacijo, bilateralni dogovori o sodelovanju, sprejetje predpisov, ki omejujejo ali pospešujejo neposredne tuje investicije in podobno.

Slovenski investitorji kažejo svoj interes predvsem za vlaganja v obliki neposrednih investicij ter za sodelovanje v privatizaciji podjetij, kjer lahko sodelujejo na avkcijah, kjer neposredno odkupujejo deleže podjetij, vendar morajo tuja podjetja deleže plačati takoj, medtem, ko lahko domači kupci kupnine poravnavaajo s krediti. Agencija za privatizacijo republike Srbije pa za nakup srbskih podjetij vabi slovenske investitorje preko oglasov, objavljenih v našem dnevnem časopisju¹⁷.

5.4 MAKEDONIJA

5.4.1 Oris stanja po razglasitvi neodvisnosti

Republika Makedonijo, ki je svojo neodvisnost razglasila 17. septembra 1991, vendar je bila med republikami SFR Jugoslavije ena najslabše razvitih. V času krize na območju nekdanje Jugoslavije jo je zaznamoval predvsem konflikt na Kosovem. Povzročil je notranjo nestabilnost ter težave v gospodarstvu., saj je bila trgovina z in čez ozemlje ZR Jugoslavije je bila onemogočena. Makedonija je v ZR Jugoslavijo prodajala zgodnje sadje in zelenjavo, hkrati je potekal tranzit istega blaga v ostale dele Evrope, tudi v Slovenijo. Prebivalstvo se je srečevalo z visoko stopnjo nezaposlenosti (nad 30%) in revščino.

Hkrati se je v državo med vojno, od leta 1998, zateklo okoli 600.000 vojnih beguncev iz sosednje pokrajine Kosova, kar je zamajalo makedonsko makroekonomsko stabilnost.

Krizo je Makedonija reševala s pomočjo mednarodnih institucij, in sicer Svetovne banke in Mednarodnega denarnega sklada. Članica slednjega je postala leta 1991, Svetovne banke pa leta 1993, tako kot Jugoslavija pa še ni članica Svetovne trgovinske organizacije (WTO).

¹⁷ Zadnja objavljena avkcija v mesecu juliju 2002, je za odkup ponujala 8 manjših in srednjih podjetij, prodajala pa je 70% družbenega kapitala v teh podjetjih.

5.4.2 Privatizacija, neposredne investicije in Slovenija

Glavne ovire pri gospodarski rasti v splošnem so pomanjkanje profesionalnosti, nizka produktivnost, pomanjkanje kapitala in korupcija administrativnih delavcev, ki sta zaznavna v celotnem desetletnem obdobju samostojne države, ter povečana politizacija podjetij (Berk, 2001, str. 405).

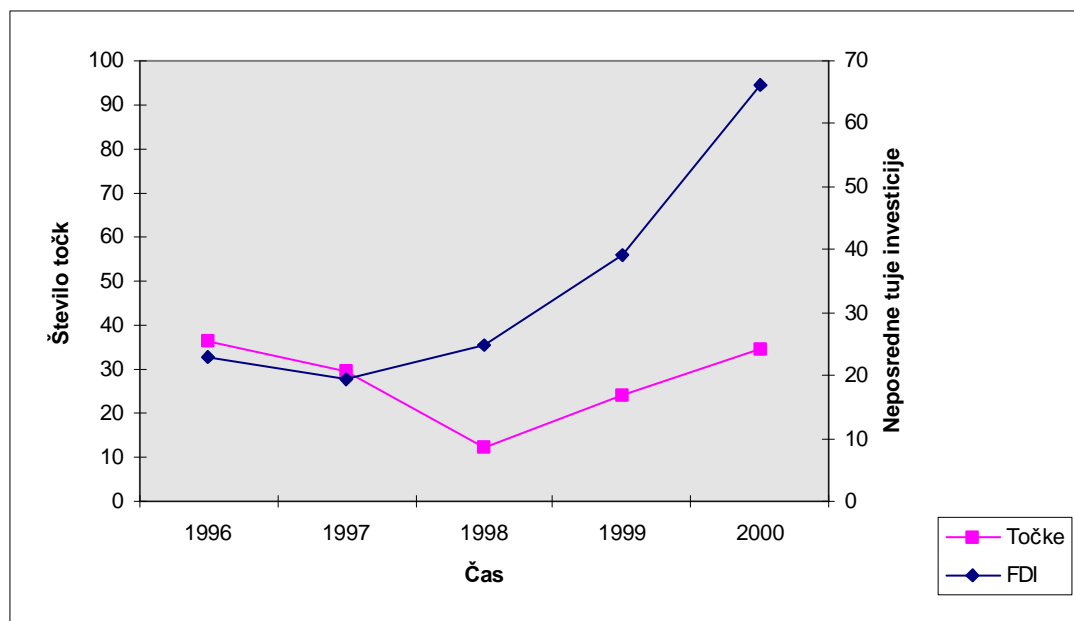
Danes so projekti razvoja usmerjeni v izgradnjo nove infrastrukture, že nekaj let pa z različnimi projekti zmanjšujejo revščino v državi, kar sta dva pomembna faktorja pomanjkanja javnih financ.

Proces privatizacije se je v Makedoniji pričel leta 1998, in sicer preko notranjega odkupa družbenega kapitala. Način po katerem so izpeljali privatizacijo (večletni odlog plačila kupnin), ter velika hiperinflacija sta povzročila veliko škodo, tako da je makedonska vlada z letom 1991 uvedla nov način privatizacije, to je individualni pristop. Danes se podjetja, ki še niso privatizirana, prodajajo preko javnih ponudb delnic na borzi ter strateškim partnerjem preko javnih razpisov. Tujci so z neposrednimi naložbami postali pomembnejši šele v zadnjih letih.

Agencija za privatizacijo vodi prestrukturiranje podjetij, ki ustvarjajo negativne poslovne rezultate. Išče predvsem tuje strateške partnerje, zato imajo tuja podjetja v Makedoniji izenačen status z domačimi, poleg tega pa za njih veljajo določene davčne olajšave.

Berk (2001, str. 421) pričakuje še večjo prisotnost tujcev v naslednjih letih, ko se bodo privatizirala državna monopolna podjetja.

Slika 4: Gibanje slovenskih neposrednih investicij v Makedoniji v primerjavi s točkovnimi ocenami deželnega tveganja od leta 1996 do 2000 v milijonih ameriških dolarjev



*točkovna ocena deželnega tveganja za posamezno leto je aritmetična sredina marčne in septembrske ocene, razen za leto 1998, ko je Euromoney objavil lestvico le septembra

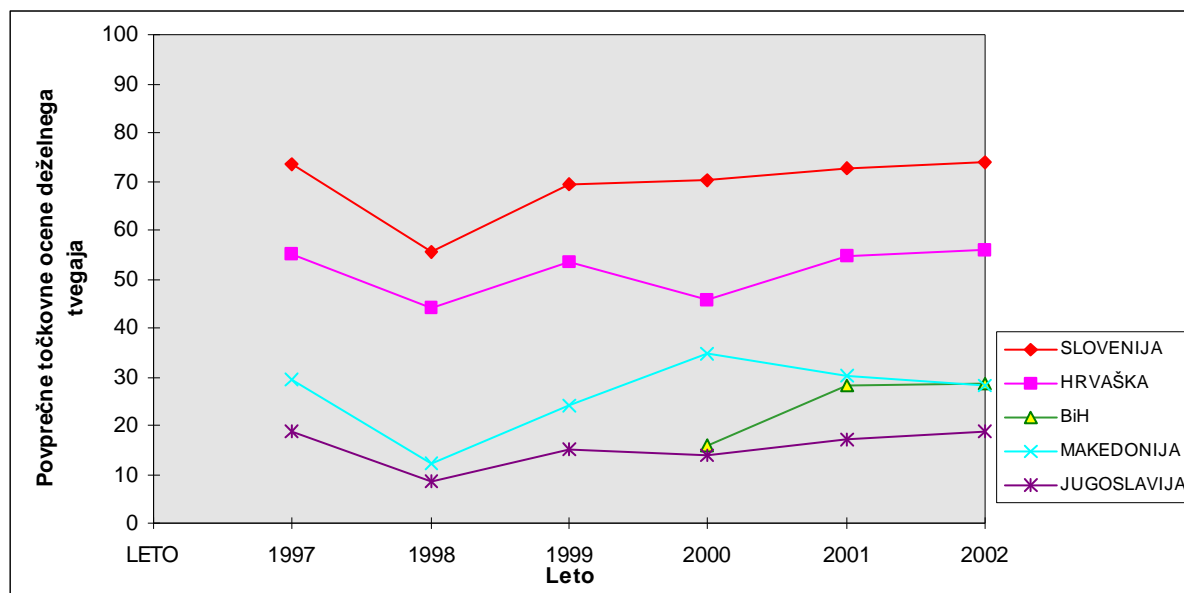
Vir: Euromoney, 3, 1996, str. 160-163, Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Eromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Neposredne naložbe, 2001, str. 55 ter lastni preračuni.

Iz zgornje slike lahko opazimo, da so slovenski prilivi neposrednih investicij v neki meri bili povezani z gibanjem ocene deželnega tveganj, hkrati pa so na prilive vplivali še drugi dejavniki, katerih ocene deželnega tveganja ne ocenjujejo.

Slovenski neposredni investitorji so v Makedonijo investirali okoli 172 milijonov dolarjev. Žal podatkov za leto 2001 še ni, lahko pa predvidevamo, da bo Makedonijo na lestvici prehitela Bosna in Hercegovina, ki je zaenkrat na zadnjem mestu po višini neposrednih slovenskih vlaganj in kamor se je tok slovenskih investicij v zadnjem letu močno povečal. Odnos med Slovenijo in Makedonijo je poseben zaradi dejstva, da slovenska živilska podjetja uporabljajo le Makedonijo kot surovinsko bazo.

6. PRIMERJAVA GIBANJA TOČKOVNIH OCEN DEŽELNEGA TVEGANJA DRŽAV JUGOVZHODNE EVROPE V LETIH 1997-2002

Slika 5: Gibanje deželnega tveganja držav jugovzhodne Evrope od 1997-2002



*podatki za deželno tveganje so izračunani kot povprečja točkovnih ocen, razen za leto 1998, ko je Euromoney podal oceno le septembra, ter za leto 2002 ker podatkov za september še ni.

Euromoney, 3, 1997, str. 164-167, Eromoney, 9, 1997, str. 12-15, Euromoney, 9, 1998, str. 202-206, Euromoney, 3, 1999, str. 97-100, Euromoney, 9, 1999, str. 250-253, Euromoney, 3, 2000, str. 106-109, Euromoney, 9, 2000, str. 216-222, Euromoney, 3, 2001, str. 106-109, Eromoney, 9, 2001, str. 12-15, Euromoney, 3, 2002, str. 114-117.

V primerjavi ocen deželnega tveganja med državami je nesporno na prvem mestu Slovenija, ki predstavlja (ne samo med balkanskimi državami) eno najuspešnejših držav v tranziciji. Njeno deželno tveganje se v kratkem ne bo veliko spreminjalo, ugibanja in predvidevanja pa so, da bi povabilo in priključitev k Natu, ter k Evropski uniji močno vplivala na izboljšanje deželnega tveganja Slovenije.

Slovenija je že pred razpadom SFR Jugoslavije dosegala boljše gospodarske rezultate kot ostale države, visok potencial gospodarske rasti in razvoja pa je imela tudi Hrvaška s turistično dejavnostjo.

Konflikt, ki je prerasel v dolgoletne vojaške spopade, je zaznamoval predvsem Hrvaško in Makedonijo še bolj pa Bosno in Hercegovino ter navsezadnje tudi Srbijo. Slovenska podjetja

so utrpela največjo škodo, saj je bilo zaseženo premoženje v nekdanjih republikah, hkrati pa je propadel najpomembnejši trg. Ostalim republikam je vojna vihra zapustila uničeno infrastruktura, neučinkovito gospodarstvo ter (nepogrešljivo v vsaki vojni) razseljeno in pobito civilno prebivalstvo.

Od leta 2000 Euromoney ocenjuje deželno tveganje še za Bosno in Hercegovino. Prva ocena leta 2000 je bila približno takšna, kot jo je imela ZR Jugoslavija. Že naslednje leto, torej leta 2001, se je s povprečno točkovno oceno izenačila z makedonsko, prav tako je bilo z letošnjo oceno iz meseca marca. Visoka aktivnost mednarodnih finančnih institucij še v prihodnje zagotavlja Bosni in Hercegovini ugoden razvoj in izboljšanje vseh indikatorjev deželnega tveganja. Kot pa sem že omenila, bo potrebno sedaj prejeta posojila tudi vračati. Težav seveda ne bo, če se bodo danes ta sredstva ustrezno investirala.

Makedonska ocena deželnega tveganja je bila ves čas med ocenama ZR Jugoslavije ter Hrvaške. Posebnih sprememb ni doživela. Če večjih sprememb indikatorjev deželnega tveganja ne bo dosegla, lahko pričakujemo, da jo bo na lestvici za več mest prehitela Bosna in Hercegovina.

Predvidevamo lahko, da se bo jugoslovanska ocena v naslednjih letih izboljšala, saj je ZR Jugoslavija začela s sodelovanjem z mednarodnimi finančnimi institucijami. Zanimivo bo (kot pri Bosni in Hercegovini) opazovati, kako bo ZR Jugoslavija uspela odplačevati nove, predvsem pa še stare dolgove, za katere neuspešno prosi Londonski klub komercialnih bank, da jih del odpiše, kot je to storil Pariški klub. Slednji je lansko leto odpisal ZR Jugoslaviji 4,5 milijarde dolarjev dolgov ter za preostanek (v višini 44%) omogočil reprogramiranje dolga.

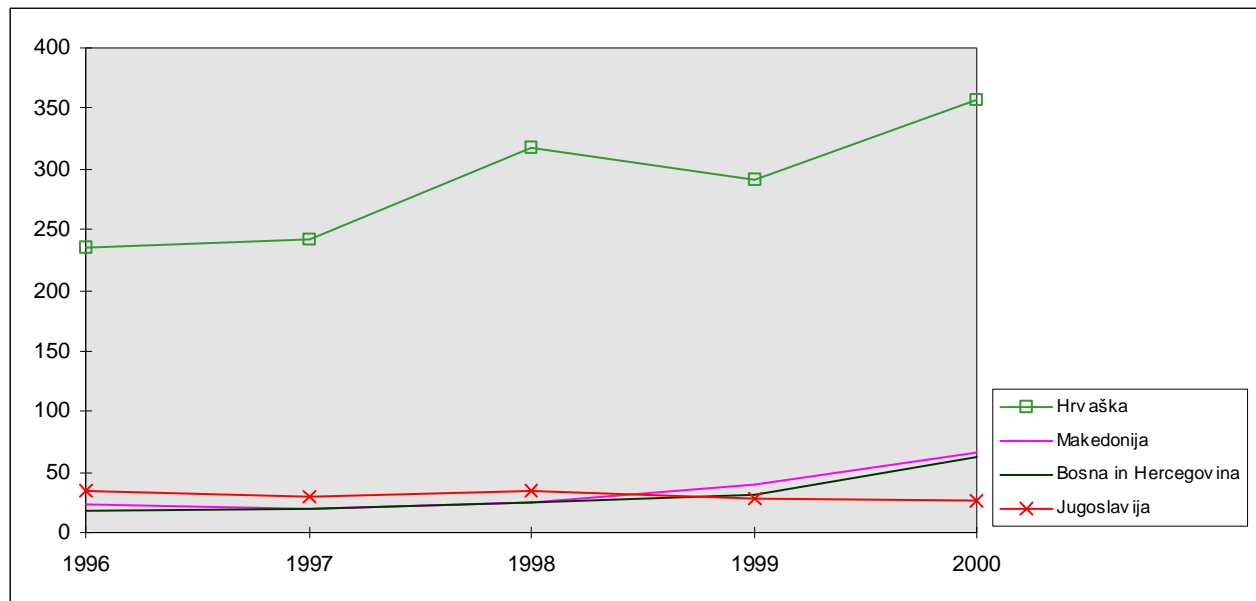
Med vsemi ocenami je, kot rečeno, najboljša slovenska, sledi ocena Hrvaške, nato sledita oceni BiH in Makedonije, na zadnje mesto pa se še vedno uvršča Jugoslavija, ki že ves čas ne dosega posebno ugodnih rezultatov. Vse ocene indikatorjev so slabe, v naslednjih letih pa lahko pričakujemo spremembe na boljše.

6.1 Stanje slovenskih neposrednih investicij

Konkurenca na hrvaškem trgu je vse večja tako, da je Slovenija med tujimi investitorji šele na petem mestu s 4% deležem vseh neposrednih investicij na hrvaškem trgu. Pred njo so Nemci s 36,07%, Avstrijci s 32,81%, Velika Britanija s 7,47%, Združene države Amerike s 5,6% (Statistika izravnih inozemnih ulaganja, 2002). Sicer slovenski neposredni investitorji okoli

polovico vseh neposrednih investicij naložijo v to državo. Ključni problemi hrvaške vlade so predvsem visoka brezposelnost, nizka stopnja učinkovitosti gospodarstva, ovire za tuje investitorje, prepočasne reforme. Hrvaški trg pa je v primerjavi z ostalimi za Slovenijo bolj zanimiv, saj je kupna moč tu mnogo višja kot na ostalih trgih.

Slika 6: Gibanje slovenski neposrednih investicij v države jugovzhodne Evrope v letih 1996-2000



Vir: Neposredne naložbe, 2001, str. 55.

Od leta 1998 lahko zaznamo rahlo rast neposrednih investicij v Makedonijo ter Bosno in Hercegovino, od istega leta pa padec v ZR Jugoslavijo. Podatkov za leto 2001 še ni, lahko pa pričakujemo, da se bo slika spremenila predvsem v prid Bosne in Hercegovine. Gospodarska zbornica Slovenije je tam odprla svojo pisarno da bi pomagala slovenskim podjetjem, ki želijo neposredno investirati na trg Bosne in Hercegovine. Bosna in Hercegovina v primerjavi z ZR Jugoslavijo predstavljala državo, ki je bila v vojni žrtev in ne agresor, zato je mednarodna finančna pomoč pričela v državo pritekati prej kot v ZR Jugoslavijo.

ZR Jugoslavija predstavlja velik potencialni trg. Mednarodni odnosi se izboljšujejo, Gospodarska zbornica je v Beogradu odprla svoje prostore, predvsem pa ocena iz Ekonomske politike o neposrednih tujih investicijah v naslednjih letih kaže, da na investiranje v pomembni meri deželno tveganje ne vpliva. Bolj pomemben je potencialni trg, ki ga

Jugoslavija skupaj s prosto trgovinskimi sporazumi predstavlja. Investitorji za svoj kapital iščejo nove trge, in jugoslovanski je eden izmed obetajočih.

Slovenske neposredne investicije v Makedonijo rastejo. Država mora predvsem rešiti socialne težave kot je brezposelnost, predvsem pa zmanjšati revščino. Država je bila v vojni žrtev, pomoč mednarodnih finančnih institucij pa je usmerjena v reševanje prej omenjenih težav. Privatizacija se je v državi začela zgodaj, na začetku s slabimi rezultati. Predvsem je z ZR Jugoslavijo zopet podpisala sporazum o prosti trgovini, jugoslovansko ozemlje tudi ni več pod mednarodnim embargom, tako da z ZR Jugoslavijo zopet trguje in uporablja ozemlje za transport blaga.

Nevarnost gospodarskega sodelovanja med Slovenijo in ostalimi proučevanimi državami je plačilnobilančni primanjkljaj in v primeru sankcij države, da omeji uvoz, imajo podružnice (kot oblika neposrednih investicij) podjetij prednost pred tujimi izvozniki.

Med 22 in 37 odstotki celotnega zunanjetrgovinskega deficita Hrvaške, BiH, Makedonije je povzročene v bilateralni menjavi s Slovenijo. Ob zaostritvi plačilnobilančnih težav v teh državah dobo le-te verjetno začele pogojevati uvoz slovenskih proizvodov z bolj uravnoteženo blagovno menjavo (Damijan P., 2001, str. 126)

Navkljub različnim oviram za tuja vlaganja, neustrezne zaščite lastnine, korumpiranosti, nizki kupni moči, relativno visoki ceni delovne sile, investiranje na trge jugovzhodne Evrope živahno napreduje. Na teh trgih o klasičnih vzrokih neposrednega investiranja ne moremo govoriti (dostop do naravnih virov, poceni delovna sila, lažji vstop na trge).

Buckley (1998, str. 114) izpostavi kot glavno prednost neposrednih investicij bližino prodajnih trgov, kar omogoča lažje prilagajanje produkcije, izdelka in marketinga lokalnim značilnostim. Tako lažje zaznamo in izkoristimo celoten potencial izdelka oziroma storitve. Trgi jugovzhodne Evrope so manj privlačni in tvegani, zato pa so verjetni dobički večji. Slovenski neposredni investitorji se pri svojih investicijah bolj naslanjajo na dobro poznavanje kulture, jezika, na stare vezi in poznanstva, na poznavanje neobičajnih distribucijskih kanalov, kot na ocene investicijske klime v teh državah. Priložnost za Slovenijo predstavljajo tudi podpisani sporazumi o prosti trgovini s tretjimi državami, ki jih Slovenija še ni podpisala. Priložnost je torej v skupnih nastopih na tretjih trgih, kot so arabske države in ruski trg.

SKLEP

Deželno tveganje je skupek ocen različnih indikatorjev, eno izmed njih objavlja tudi publikacija Euromoney. Ocene so sestavljene iz kvalitativnih in kvantitativnih faktorjev izmed kateri so nekateri težko ocenljivi in zato pomanjkljivi. Kvalitativno opredeljene ocene so sicer pridobljene na podlagi mnenj finančnih strokovnjakov, vendar je njihova slabost ravno subjektivnost posameznih mnenj.

Pomembnost opredeljevanja deželnega tveganja je narasla v začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja, ko so prve države razglasile nezmožnost izpolnjevanja obveznosti iz preobsežnih posojil. Ocena deželnega tveganja po publikaciji Euromoney za Slovenijo, Hrvaško, Bosni in Hercegovino, Jugoslavijo in Makedonijo v zadnjih petih letih, je pokazala nesporno najboljše rezultate za Slovenijo, sledi ji Hrvaška, katere ocena stalno raste in pada, Makedonija, ki od septembra 2000 svojo točkovno oceno le še slabša, Bosna in Hercegovina, katera se je na lestvici pojavila le trikrat ter na kot zadnja ZR Jugoslavija, ki se je usidrala na dnu lestvice, lahko pa pričakujemo izboljšanje njenega deželnega tveganja.

Opredelitev deželnega tveganja ne vpliva le na odločitve bank, ki v te države posojajo denar, temveč tudi na neposredne investitorje. Te lahko ocena deželnega tveganja privabi ali jih odvrne od investiranja v določeno državo. Pomen poznavanja deželnega tveganja je tako ne le zato, da preprečimo izgubo, temveč lahko slaba poslovna odločitev, ki smo jo naredili na podlagi napačno ocenjenega deželnega tveganja, pomeni oportunitetni strošek in izpad dohodka. Ker ocena ne zajame vseh elementov, ki jih posamezni investitor upošteva, ko investira, je primerjava toka neposrednih investicij in ocene pokazala njuno obratno gibanje, neposredne investicije so na koncu leta so narasle, ocene deželnega tveganja pa so se poslabšale.

Odločitve slovenskih neposrednih investitorjev se tako ne odzivajo pretirano na deželno tveganje v teh državah. Vodijo jih drugi motivi in druge prednosti teh, na novo nastajajočih, trgov. Slovenska podjetja so pred vojno na teh trgih že nastopala. Blagovne znamke uživajo visok ugled, prestiž. Stare poslovne vezi in splošno poznavanje teh dežel, kulture jezika slovenskim investitorjem omogoča, da se lažje odločajo za investiranje, navkljub slabi investicijski klimi in ocenam deželnega tveganja. Tudi privatizacija podjetij v Federaciji Bosne in Hercegovine ter v Jugoslaviji je v polnem razmahu, kar omogoča podjetjem nakup večinskih deležev tudi takšnih podjetij, ki niso v najboljšem stanju, nakup pa je dolgoročnega značaja. Reforme države izvajajo pod nadzorom mednarodnih organizacij, ki je vir sredstev za obnovo infrastrukture. Predvsem so to Federacija Bosne in Hercegovine, Makedonija in

Jugoslavija. V prihodnosti bo njihova ocena deželnega tveganja v odvisnosti od ustreznih odločitev danes. Ponovno je potrebno oživiti gospodarstvo, kjer neposredne investicije igrajo pomembno vlogo. V države prinašajo novo tehnologijo, znanje, zmanjšujejo brezposelnost, za državo pa pomenijo nov vir davčnih prihodkov, hkrati pa bo le ustrezen gospodarski razvoj omogočil državam, da bodo v prihodnosti uspešno izpolnjevale obveznosti iz prejetih kreditov s strani mednarodnih organizacij. Opazimo lahko neko odvisnost razvoja reform in gospodarske rasti od tujih vlagateljev in hkrati njihovo uspešnost od ustrezne investicijske klime, ki jo bodo države ustvarile.

Navkljub različnim oviram za tuja vlaganja, neustrezne zaščite lastnine, korumpiranosti, nizki kupni moči, relativno visoki ceni delovne sile, investiranje na trge jugovzhodne Evrope živahno napreduje. Dejstvo pa ostaja, da so ti trgi danes še neurejeni in zato tvegani.

LITERATURA:

1. Berk Aleš: Gospodarsko stanje in strukturne reforme v Makedoniji. Janez Prašnikar, ur., Izzivi in priložnosti na trgih nekdanje Jugoslavije. Ljubljana: Častnik Finance, 2001, str. 401-431.
2. Buckley Adrian: International Investment-Value Creation and Appraisal. Copenhagen: Business School Press, 1998. 321 str.
3. Damijan P. Jože: Trgovinski vs. investicijski način vstopa na trge nekdanje Jugoslavije. Janez Prašnikar, ur., Izzivi in priložnosti na trgih nekdanje Jugoslavije. Ljubljana: Častnik Finance, 2001, str. 103-129.
4. Đerić Ljubljana: Privatizacija v Bosni in Hercegovini: Slovenci za zdaj vlagajo največ. Delo, Ljubljana, 15.3.2002, str. 15.
5. Egli Dominik: How global are global financial markets? The impact of country risk. [URL: <http://www.bis.org/publ/>] Bank for International Settlements, 30.3.2002.
6. Gmeiner Pavle: Analiza in perspektive deželnega rizika republike Slovenije do leta 2000. Ljubljana: Urad za makroekonomske odnose in razvoj, 1996. 67 str.
7. Grča Dušan: Intereuropa osvaja bosanski trg. Delo, Ljubljana, 10. maj, 2002, str. 13.
8. Horvat Tatjana: Krepko povečanje slovenskih naložb na tujem. Finance, Ljubljana, 2000, 64, str. 8.
9. Hughes David: Delays expected. Business Eastern Europe, 30(2001), 46, str. 6.
10. Kraysenbuehl E. Thomas: Country risk: assesment and monitoring. Cambridge: Woodhead-Faulkner Ltd, 1985. 181 str.
11. Loughani Prakash, Razin Assaf: How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries? International Monetary Fund. [URL:<http://www.imf.org/externalpubs/ft/fandd/2001/06/loughani.htm>], 30.3.2002.
12. Mohorič Saša: Mednarodne (poslovne) finance-Gradivo za vaje in povzetek. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 40 str.
13. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Založba GV, 2002. 682 str.
14. Nagy J. Pancras: Country Risk: How to asses, quantify and monitor it. London: Euromoney Publications Ltd, 1979. 111 str.
15. Pilbeam Keith: International Finance. London: Macmillan, 1998. 488 str.
16. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999.205 str.
17. Shapiro C. Alan: Multinational Financial Management. B.k.: John Wiley & Sons, Inc., 2001. 878 str.
18. Šular Jernej: Deželno tveganje republike Slovenije. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001.48 str.

19. Šušnjar Biljana, Grilčkov Vladimir: Drugi samit o investiranju u Jugoslaviji: Dalji podsticaji investitorima. Ekonomska politika, Beograd, 2602 (2002), str. 13-16.
20. The World Bank Report: Country Assistance Strategy Progress Report of the World Bank Group for Republic of Croatia.
[URL:<http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2001/10/27//multi0page.txt>] World Bank, 28.9.2001a.
21. The World Bank Report: CAS Public Information Notice: World Bank Board Discusses Report on Bosnia and Hercegovina's Country Assistance Strategy.
[URL:<http://www.imf.org/pic/cas/epin68.htm>] International Monetary Fund, 18.10.2001b.
22. Veras Roman: ZRJ: Obisk slovenske gospodarske delegacije v Beogradu. Glas gospodarstva, Ljubljana, marec 2002, 91 str.
23. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance-Financial Sector Development in Transitional Countries.Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 25 str.

VIRI:

1. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1996, 3, str.160-163
2. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1996, 9, str. 200-203
3. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1997, 3 str.164-167
4. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1997, 9, str.12-15
5. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1998, 9, str.202-206
6. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1999 3, str.97-100
7. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 1999, 9, str.250-253
8. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 2000, 3, str.106-109
9. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 2000, 9, str.216-222
10. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 2001, 3, str.106-109
11. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 2001, 9, str.215-219
12. Eurmoney. London: Euromoney Publication PLC, 2002, 3, str.114-117
13. Neposredne naložbe-Direct Investment 1996-2000. Ljubljana: Banka Slovenije, 2001. 98 str.
14. Sklep o oblikovanju posebnih rezervacij bank in hranilnic
[URL: <http://objave.uradni-list.si/bazuel/URED/2002024/B/5210762195.htm>], 30.4.2002.
15. Statistika izravnih inozemnih ulaganja. Hrvatska narodna banka.
[URL: <http://www.hnb.hr>], 29.3.2002.