

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA VZROKOV IN UČINKOV PRILIVOV
NALOŽBENEGA KAPITALA V SLOVENIJO**

Ljubljana, februar 2003

VESNA VOJSK

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega
diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in
dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo

1	Uvod	1
2	Oprelitev mednarodnih tokov kapitala in teoretični okvir za proučevanje mednarodnih naložbenih tokov kapitala	2
2.1	Sodobne spremembe v mednarodnih ekonomskih odnosih	2
2.2	Mednarodni kapitalski tokovi	4
2.2.1	Oprelitev in vrste mednarodnih kapitalskih tokov	5
2.2.1.1	Tuje portfeljske naložbe	6
2.2.1.2	Tuje neposredne naložbe	6
2.2.1.3	Razlike med tujimi neposrednimi in portfeljskimi naložbami	8
2.3	Teoretična izhodišča proučevanja mednarodnih kapitalskih tokov	9
2.3.1	Teorija mednarodnih portfeljskih naložb	9
2.3.2	Teorije tujih neposrednih naložb	11
2.3.2.1	Eklektična paradigma	11
2.4	Pravno formalni vidik liberalizacije mednarodnih kapitalskih tokov	13
3	Vzroki in učinki priliva naložbenega kapitala	14
3.1	Determinante priliva TPN	14
3.2	Determinante priliva TNN	16
3.3	Posledice/učinki TPN	18
3.4	Posledice/učinki TNN	20
3.4.1	Tehnološki vidik neposrednih tujih investicij	20
4	Analiza vzrokov in učinkov TPN in TNN v Sloveniji	22
4.1	Pravno formalni okvir	23
4.1.1	Časovni načrt liberalizacije	23
4.1.1.1	Liberalizacija iz naslova neposrednih naložb	24
4.1.1.2	Liberalizacija iz naslova portfeljskih naložb	24
4.2	Analiza tokov in stanja TPN in TNN v Sloveniji	25
4.2.1	Tokovi TPN	26
4.2.1.1	Gibanje tujih portfeljskih naložb in njihov vpliv na borzni indeks	27
4.2.2	Tokovi TNN	29
4.2.3	Primerjava variabilnosti TPN in TNN	32
4.3	Determinante in učinki naložbenih tokov za Slovenijo	35
4.3.1	Determinante TPN	35
4.3.2	Determinante TNN	38
4.4	Posledice kapitalskih prilivov iz naslova TPN in TNN v Slovenijo	41
5	Sklep	42
6	Literatura	44
7	Viri	45
	Priloge	
	Seznam kratic	
	Slovar tujih izrazov	

1 Uvod

V osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja se je močno povečal obseg mednarodnih tokov kapitala, predvsem neposrednih naložb in portfolio naložb. Razlogi za to so različni. V zadnjih letih je mogoče najpomembnejše vzroke za rastoči obseg in pomen mednarodnih kapitalskih tokov najti predvsem v procesu prestrukturiranja korporacij razvitih gospodarstev, v internacionalizaciji proizvodnje, iskanju večjih donosnosti naložb na porajajočih se finančnih trgih in v procesu privatizacije, ki je zajel nekatera gospodarstva. Prost pretok kapitala in normativi EU in OECD na tem področju, so temelj globalizacije in učinkovitejšega delovanja slovenskega trga in gospodarstva v celoti. S podpisom Evropskega sporazuma o pridružitvi med Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske Unije na eni strani in Republiko Slovenijo na drugi strani (ESP), se je Slovenija zavezala tudi k popolni liberalizaciji dela plačilne bilance in finančnih storitev, torej k odpravi ovir prostemu pretoku kapitala (Borak, 1997, str. 2-7).

Teorija mednarodne proizvodnje nas uči, da je neposredno poslovanje v tujini pogosto edini način krepitve lastnih konkurenčnih prednosti, izvor idej za nove izdelke in tehnologije, način za dvig kakovosti in stil poslovanja. Le tako je mogoče izkoriščati ekonomije obsega in skupne proizvodnje in razdelitve. Majhen slovenski trg narekuje v prihodnje ne le doseči večji delež izvoza v BDP, pač pa tudi oblikovati razpoznavnost na svetovnem trgu. Lastna multinacionalna podjetja (v nadaljevanju MNP), čeravno majhna, lahko s pomočjo mednarodno razvejane dejavnosti izkoristijo vse prednosti, ki jih nudi svetovni trg, in prispevajo k večji razpoznavnosti majhne Slovenije na svetovnem trgu, s tem pa tudi k lažjemu prodoru njenih izdelkov (Svetličič, 1996, str. 389).

V diplomskem delu se osredotočim na tuje neposredne naložbe (v nadaljevanju TNN) in tuje portfolio naložbe (v nadaljevanju TPN). Te namreč predstavljajo poglavitni del kapitalskih tokov, in so za Slovenijo precej aktualne. Leto 2002 je namreč bilo v nasprotju z razmerami na svetovnih finančnih trgih zlato leto, tako kar se tiče trgovanja na borzah in s tem pogojenega motiva doseganja nadpovprečnih donosov, kot tudi priliva tujega kapitala v obliki neposrednih naložb. Da bi se izognila dvostrani obravnavi, predstavim enostranski tok, in sicer pritek tujih naložb v Slovenijo.

Cilj naloge je analizirati vzroke za priliv kapitala, izpostaviti Slovenijo z vidika države prejemnice kapitala in navesti posledice, ki jih s seboj prinašajo ti tokovi. Zanima me tudi volatilitnost ene in druge vrste kapitala skozi čas in njuna medsebojna primerjava. Predpostavljam, da bodo zaključki skladni s teoretskimi opredelitvami, torej da so TPN bolj volatilne od TNN.

V nadaljevanju najprej predstavim teoretično podlago mednarodnih ekonomskih odnosov in spremenjene podobe sveta, v smislu globalizacije. Nato se osredotočim na mednarodne kapitalske transakcije, specificiram vrsti kapitala, torej TPN in TNN in se posvetim

teoretičnim izhodiščem v okviru katerih predstavim reprezentativno teorijo, ki po mojem mnenju najbolje odraža motive omenjenih kapitalskih transakcij.

V tretjem poglavju analiziram vzroke oziroma dejavnike, ki predstavljajo povod za tuje kapitalске naložbe, podam kratko sliko formalno-pravnega dogajanja na področju kapitalskih tokov, v smislu liberalizacije, ter navedem posledice, ki jih sprožajo kapitalski prilivi .

Četrto poglavje pripada Sloveniji. Prikažem postopek sproščanja kapitalskih tokov, nato podam analitično sliko, torej finančne podatke primerljive po posameznih letih, katerim sledijo pripadajoče razlage. Če je bilo vse do sedaj govora o TPN in TNN ločeno, pa ju v nadaljevanju združim v kratki primerjalni analizi med enimi in drugimi naložbami, pri čemer izpostavim kot faktor diferenciacije volatilnost teh dveh oblik naložb. Zatem sledi analiza vzrokov in posledic, ki jih prinašajo kapitalski prilivi v slovenski gospodarski prostor. Na koncu podam ugotovitve, ki so vsebovane v sklepu, kot zaključnem delu diplomske naloge.

2 Opredelitev mednarodnih tokov kapitala in teoretični okvir za proučevanje mednarodnih naložbenih tokov kapitala

V zadnjem času tudi za največje države postaja očitno, da se morajo hitreje in temeljiteje odzivati na impulze, ki se porajajo v zunanjem okolju. Spremembe niso omejene niti le na gospodarstvo, niti le na politiko. Dogajajo se na vseh področjih in ravneh; v mednarodnem okolju, na tehnološkem področju, pri urejanju mednarodnih (ekonomskih) odnosov, tehnologiji, konkurenčnih prednostih, strategijah podjetij...

V samih mednarodnih ekonomskih odnosih (v nadaljevanju MEO) in njihovih nosilcih je prišlo do velikih sprememb. Osnovna novost je porast regionalne in multilateralne regulative, regionalizacija in globalizacija, ki pa nista popolnoma benigni tendenci, saj nista nujno medsebojno komplementarni, temveč si lahko tudi nasprotujeta. Sistem reguliranja MEO sicer še vedno temelji na prostem tržnem mehanizmu, vendar se dopolnjuje z močnimi elementi medvladnega in končno medpodjetniškega sodelovanja. Lahko bi govorili o *novi liberalni ekonomski ureditvi*, ki obsega prost pretok blaga, storitev in kapitala v pogojih drsečih tečajev (Svetličič, 1996, str. 125).

2.1 Sodobne spremembe v mednarodnih ekonomskih odnosih

Globalizacija je tisti silen geografski razmah dejavnosti podjetij, ki razprostira gospodarjenje po celem svetu in obsega vse več in več oblik in vsebin poslovanja med podjetji, državami, pa tudi drugimi subjekti iz različnih držav, ki so medsebojno vse bolj prepletene in soodvisne. Gre skratka za takšen obseg mednarodnega poslovanja, ki prične rasti hitreje kot poslovanje doma, ko lahko začnemo govoriti o integrirani mednarodni proizvodnji oziroma procesu dodajanja vrednosti v tujini, kar podrazumeva tudi integrirano vodenje in soodvisnost strateškega poslovanja. Multinacionalna podjetja (v nadaljevanju MNP) pa so tisti subjekti, ki izvajajo glavno vlogo povezovanja nacionalnih gospodarstev in to prevladujoče s pomočjo

TNN in strateških povezav. Mobilnost mednarodnih proizvodnih dejavnikov postane visoka, in to tako kapitala, blaga kot storitev in dela (Svetličič, 1996, str. 73). Globalizacija se nanaša na splet pogojev, ki omogočajo, da se vse več dodane vrednosti in bogastva proizvaja po vsem svetu s pomočjo medsebojno prepletenega sistema omrežij podjetij. Izkazuje se v porastu TNN, porastu mednarodne menjave, zlasti vmesnih proizvodov, ter skokovitem porastu števila in obsega mednarodnega sodelovanja med podjetji.

Poleg globalnih ekonomsko-političnih sprememb smo priča tudi ekonomskim strukturnim spremembam. Globoke in hitre tehnološke spremembe¹ (znanstveno-tehnološka, informacijska revolucija), spremenjeni infrastrukturni pogoji mednarodne menjave in poslovanja nasploh so izzvale ogromne spremembe v vzorcu mednarodne menjave in mednarodnega poslovanja tako po strukturi, dinamiki, nosilcih ali vlogi države pri tem usmerjanju. Poglavitne strukturne spremembe so:

- ogromen porast obsega mednarodne menjave in njenega deleža v bruto domačem proizvodu,
- liberalizacija finančnih tokov, njihov silen razmah in oblikovanje integriranega svetovnega finančnega trga,
- hitrejša rast mednarodne menjave (tudi zaradi liberalizacije trgovine v svetu) od proizvodnje², kar je izboljšalo produktivnost in alokacijo virov,
- hitrejša rast mednarodnih investicij (mednarodne proizvodnje) od mednarodne menjave (v zadnjih letih),
- mednarodna proizvodnja³,
- sprememba medpanožne menjave komplementarnih izdelkov v znotrajpanožno menjavo diferenciranih izdelkov in porast deleža vmesnih proizvodov,
- rojstvo novih nekapitalskih oblik mednarodnega poslovanja, zlasti strateškega povezovanja,
- TNN kot alternativa ali substitut drugih oblik mednarodnih ekonomskih odnosov postanejo vzvod dostopa do svetovnega trga,
- deregulacija in nova vloga države (industrijska politika, strateška trgovinska politika),
- porast pomena ekonomij obsega in skupne proizvodnje in razdelitve in s tem dvig spodnjega praga učinkovitosti.

Globoke strukturne spremembe niso pustile nedotaknjene niti sistema reguliranja MEO niti nacionalnih ekonomij. Oba sta doživela globoke spremembe. Tako velik obseg, hitra rast TNN, fantastičen porast finančnih in monetarnih pretokov med državami, liberalizacija gibanj

¹ Te so:

- silovitost kontinuiranosti in žilavosti tehnoloških sprememb,
- dematerializacija izdelkov in storitev,
- drastično znižanje transportnih in komunikacijskih stroškov in dramatično povečanje hitrosti,
- znanje postaja središčna in najpomembnejša konkurenčna prednost, spremembe proizvodnih sistemov (uvajanje "lean" proizvodnje in njeno sodobno počlovečenje).

² Trgovina je rasla hitreje kot vse od leta 1820; 4% v primerjavi s 2,7% rasti BDP.

³ Mednarodna proizvodnja je tista, ki jo izvaja ali nadzoruje eno podjetje v več državah. Vključuje torej prodaje afilijacij MNP.

kapitala, pomeni povsem drugačno vsebino in intenzivnost medsebojne povezanosti nacionalnih gospodarstev. Zaradi silovitega porasta dnevni denarnih transferjev in liberalizacije gibanj kapitala se je skrhal domet in avtoriteta ekonomskih politik držav oziroma njihovega nadzorovanja gibanja nasploh. Njihove možnosti upravljanja gospodarstva postajajo vse bolj omejene. Obstoječi sistem namreč ne more z enako učinkovitostjo urejati trgovine, ki je posledica TNN, kot je bil to primer pri »običajni« mednarodni trgovini. Običajni kazalec nacionalne konkurenčnosti, trgovinska bilanca, namreč izgublja na pomenu, saj se vse več že proizvaja v tujini (Svetličič, 1996, str. 126).

Strukturne spremembe na svetovnih trgih so hkrati tudi eden izmed zunanjih dejavnikov prilivov kapitala v manj razvite države. Kot odraz strukturnih sprememb na finančnih trgih naraščajo portfeljske naložbe. Pri tem so zelo pomembni institucionalni investitorji, ki so v tujino pripravljene investirati zaradi višjih dolgoročnih pričakovanih donosnosti naložb v manj razvitih državah in diverzifikacije svojih portfeljev in s tem zmanjšanje tveganj. Širjenje in poglobljanje trgov vrednostnih papirjev manj razvitih držav to omogoča (Bukatarevič, 1998, str. 26).

Globoke strukturne spremembe v svetu očitno vplivajo drugače na položaj velikih kot na položaj majhnih držav, čeprav se razlike med enimi in drugimi pod vplivom sodobnih sprememb v vse bolj globaliziranem svetovnem gospodarstvu dejansko zmanjšujejo.

Ti vplivi obenem krepijo⁴ in slabijo⁵ položaj majhnih in velikih držav. Mnogi elementi govorijo v prid tezi, da liberalen mednarodni ekonomski sistem, liberalizacija MEO krepi položaj majhnih držav. Čim bolj je sistem liberalen, tem bolj si postajajo vzorci obnašanja držav podobni (Svetličič, 1996, str. 136-137).

2.2 Mednarodni kapitalski tokovi

Morda kar najpomembnejša značilnost sodobnega svetovnega gospodarstva je oblikovanje integriranega svetovnega finančnega trga. Do tega je prišlo vzporedno z liberalizacijo

⁴ Temeljne tendence, ki krepijo položaj majhnih držav (Svetličič, 1996, str. 135):

- liberalizacija svetovne menjave oziroma MEO, ker lajša dostop na svetovni trg,
- znižanje transportnih in komunikacijskih stroškov,
- upadanje pomena naravnih pogojev,
- tehnološke spremembe z uvajanjem fleksibilne tehnologije,
- porast pomena vmesnih proizvodov in storitev v mednarodni menjavi,
- možnost doseganja kolektivne varnosti,
- porast pomena človeškega dejavnika in družbene kohezivnosti, ki jo lažje dosegajo majhni,
- porast pomena diferenciacije izdelkov in storitev ter njihova kostumizacija.

⁵ Temeljne tendence ki slabijo položaj majhnih držav (Svetličič, 1996, str. 135):

- porast pomena ekonomij obsega in skupne proizvodnje in razdelitve,
- oligopolizacija svetovnega trga, na katerem imajo prednost/vpliv veliki,
- homogenizacija potrošnih obrazcev,
- omejen kapital in R&R možnosti,
- omejene možnosti standardizacije izdelkov in storitev.

kapitalskih tokov.⁶ Omogoča sicer boljšo svetovno alokacijo proizvodnih dejavnikov, vendar tudi ogroža stabilnost svetovnega sistema, zlasti če nanjo gledamo s starimi očali. Informacijska revolucija je omogočila rojstvo cele vrste inovativnih finančnih instrumentov. Omejevanje gibanja kapitala se zdi nesmiselno, ker ne bi moglo preprečiti finančnih inovacij, ki jih sedanja "informativna infrastruktura" omogoča. Takšne inovacije bi namreč lahko nadomestile formalno omejevanje liberalizacije gibanj kapitala, ki bi tako postalo impotentno (Svetličič, 1996, str. 85).

2.2.1 Opredelitev in vrste mednarodnih kapitalskih tokov

Mednarodni pretok kapitala definiramo kot pretok finančnih sredstev med subjekti različnih držav s časovnim odlogom vračila zaradi doseganja ekonomskih in političnih ciljev (Unkovič, 1980, str. 11). Mednarodni tokovi kapitala se ne nanašajo na trgovino z investicijskimi dobrinami oziroma fizičnim (realnim) kapitalom. To je mednarodna trgovina. Nanašajo se na finančne tokove, to je tokove kapitala v finančni (denarni) obliki (Ethier, 1988, str. 257).

Države zaradi različnih razvojnih stopenj, naravnih danosti, makroekonomskih usmeritev in preferenc, razpolagajo z različnimi viri in so na drugi strani omejene z možnostmi učinkovitega investiranja, zaradi česar se kapital seli od slabših k boljšim možnostim zaslužka, pa naj le-ta izhaja iz realnih ali pa, kakor je v zadnjem času bolj pogosto, finančnih naložb.

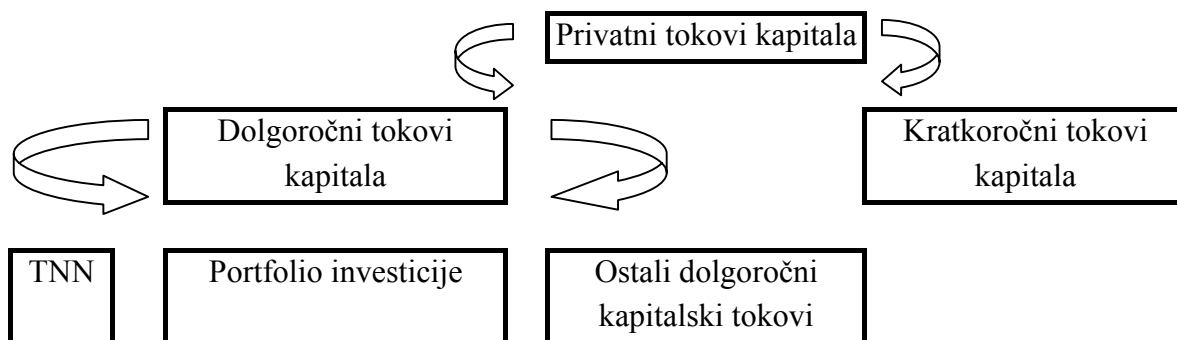
Ker se kapitalski tokovi s tujino nanašajo na finančne transakcije, ki se spremljajo na kapitalskem in finančnem računu plačilne bilance, jih s plačilnobilančnega vidika delimo na naslednje kategorije:

- neposredne naložbe oziroma TNN. Vsebujejo lastniški kapital, reinvestirane dobičke ter neto obveznosti oziroma neto terjatve do povezanih oseb v tujini,
- naložbe v vrednostne papirje oziroma TPN, ki vključujejo transakcije z lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji, kot so delnice, obveznice, blagajniški in komercialni zapisi in ostali vrednostni papirji,
- ostale naložbe, kamor uvrščamo bančna posojila, trgovinske kredite, depozite, gotovino in ostale terjatve in obveznosti,
- sprememba mednarodnih denarnih rezerv (zlato, SDR, rezervna imetja pri Mednarodnem denarnem skladu (v nadaljevanju MDS) in tuja devizna sredstva).

Ena izmed možnih delitev je tudi sledeča:

⁶ Prve so liberalizirale pretoke kapitala ZDA, Švica, Kanada in Nemčija (1973). Sledila je VB, ki je odpravila devizni nadzor leta 1979, Japonska 1980, Francija in Italija šele 1990, Španija in Portugalska sta zadržali takšen nadzor vse do leta 1992.

Slika 1: Delitev privatnih mednarodnih kapitalskih tokov



Vir: Povzeto po Ethier, 1988, str. 260-262.

Kot že uvodoma omenjeno, se bom v nadaljevanju osredotočila na TPN in TNN.⁷

2.2.1.1 Tuje portfeljske naložbe

Portfeljska naložba je naložba v skupek finančnih sredstev. Lahko je sestavljena iz denarja in/ali vrednostnih papirjev. 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 denarnega trga, in finančni derivati, v kolikor ti derivati predstavljajo finančno terjatev ali obveznost. Pri teh transakcijah tuji investitorji ne pridobijo strateškega vpliva na mikroravni in v tem je bistvena razlika v primerjavi z neposrednimi naložbami.

Pri portfeljskih naložbah nerezidenti ustvarjajo dohodek s tem, ko trgujejo s finančnimi instrumenti ali pa vlagajo v instrumente rezidenčnih finančnih ustanov, kot so banke, zavarovalnice, investicijski in pokojninski skladi ipd. Pri tem je osnovni motiv kombinacija donosnosti, tveganja in likvidnosti finančnih instrumentov.

2.2.1.2 Tuje neposredne naložbe

Pri neposrednih naložbah⁸ gre za vložek tujca⁹ v proizvodne ali druge kapacitete države, s katerim si pridobiva dohodek.. Tuji vlagatelj ima pri tem strateški interes in pri upravljanju pretežen nadzor nad odločanjem (Savin, 1995, str. 11). Pri tem gre lahko za nakup preko borze, kjer se le zamenja lastništvo ali pa za dokapitalizacijo ali ustanovitev podjetij (ang.

⁷ Analiza ne bo vključevala pogleda, ki investicije opredeljuje v okviru narodnogospodarskih identitet:

$$Y=C+I+G+NX$$

kjer je Y proizvedeni proizvod, C zasebna potrošnja, I investicije, G državna potrošnja in NX neto izvoz. Ker mora biti proizvedeni proizvod enak razpoložljivemu dohodku, ta pa je razporejen za porabo (C), prihranke (S) in davke (T), in če je $G=T$, dobimo pomembno makroekonomsko identiteto:

$$S-I=NX$$

Če je $I>S$, se razmik med investicijami in domačim varčevanjem financira z neto prilivom tujega kapitala.

⁸ Definirane leta 1993 – OECD Benchmark Definition of FDI.

⁹ Največkrat MNP, ki locirajo podjetje v skladu s svojimi poslovnimi strategijami tja, kjer je kombinacija naravnih virov, kvalificirane delovne sile, bližina trgov, davčne obravnave, carin ipd., najboljša.

greenfield investment) in s tem neposredno povezan transfer sodobne tehnologije iz razvitejših držav.

TNN pomeni naložbo v tuji državi, kjer investirajoča stranka obdrži kontrolo nad naložbo. Neposredne naložbe v ožjem pomenu imajo predvsem dve pojavnosti obliki:

- pri prvi obliki si vlagatelj pridobi lastninsko pravico do dela podjetja, do nadzora v njem in možnosti upravljanja (gre lahko za ustanovitev novega podjetja, odkup že obstoječega ali razširitev obstoječega podjetja),
- druga oblika pa vzpodbuja predvsem novi kapital, ponovno vloženi (reinvestirani) kapital, kratkoročne in dolgoročne kredite, ki jih matično podjetje odobri svojemu podjetju ali podružnici v tujini.

Podobno TNN lahko razdelimo, glede na način izvedbe TNN (Kumar, 1999, str. 231-232):

- prevzemi obstoječih gospodarskih družb,
- nakupi njihovih delov,
- ustanovitev novih gospodarskih družb s tujim kapitalom - sveže tuje investicije.

TNN zajemajo tiste naložbe, ki jih spremlja cilj dolgoročne povezave med neposrednim investitorjem in povezanim podjetjem ter znaten vpliv investitorja na upravljanje povezanega podjetja.

Novejše definicije TNN vse bolj poudarjajo vzpostavljanje in vzdrževanje trajnih ekonomskih odnosov med tujim investitorjem in prejemnikom naložbe, kar kaže namen tujega investitorja, da se neposredno ekonomsko poveže s podjetjem v tujini.

Neposredne naložbe po priporočilih MDS in OECD vsebujejo:

- lastniški kapital in reinvestirane dobičke,
- terjatve do povezane osebe v tujini,
- obveznosti do povezane osebe v tujini.

Do konca leta 1993 so države uporabljale različne kriterije za opredelitev neposrednih naložb. S peto izdajo priporočil je MDS postavil 10% udeležbe v kapitalu oziroma v glasovalnih pravicah v podjetju kot kriterij, ki naj bi zagotovil mednarodno primerljivost podatkov.

Ko se podjetje odloči za naložbo v tujino mora preučiti številne dejavnike. Najpomembnejši med njimi so stabilno gospodarstvo, stabilne politične in družbene razmere, ustrezna zakonodaja in infrastruktura. Vse našteje dejavnike skupno imenujemo naložbena klima neke države, ki kandidira za tuje naložbe. Vlaganje kapitala tujega vlagatelja glede na splošno naložbeno klimo je posledica dejstva, da najpomembnejši dejavnik neposrednega vlaganja v tujino ni visoka kratkoročna profitna mera, pač pa so odločilni dolgoročni strateški dejavniki,

ki vplivajo na dolgoročno profitabilnost naložbe: ohraniti oziroma razširiti obstoječe trge, vstop na nove, pridobiti oziroma ohraniti poceni vir dobave, razvijati in nadaljevati uspešno sodelovanje med partnerjema, navajati gostujoče države v dolgoročno zavezanost na določen tip tehnologije, ekonomika razvoja novega proizvoda, ipd.

2.2.1.3 Razlike med tujimi neposrednimi in portfeljskimi naložbami

V statističnih prikazih najpogosteje razlikujejo med portfeljskimi in neposrednimi naložbami z odstotki udeležbe v kapitalu, ki jih ekonomski subjekti pridobijo z lastnino nad vrednostnimi papirji določenega podjetja. Po priporočilih MDS se za portfeljsko naložbo v plačilni bilanci šteje naložba tujca, kjer je delež lastniškega kapitala neposrednega investitorja v celotnem lastniškem kapitalu manjši od deset odstotkov. Neposredna naložba pa je po priporočilih MDS naložba, kjer je delež lastniškega kapitala neposrednega investitorja v celotnem lastniškem kapitalu enak ali večji od deset odstotkov.

Bistvena razlika med tujimi portfeljskimi in neposrednimi naložbami je pravica nadzora in upravljanja podjetja v tujini. Za višino tujega deleža, ki naj bi pomenil nadzor, so zahteve različne in se gibljejo od 10 odstotkov pa vse do 51 odstotkov kapitala podjetja (Rojec, 1994, str. 26). Odločilen dejavnik za nadzor podjetja, z določenim odstotkom kapitala podjetja, je razpršenost delničarjev. Čim večje je število delničarjev z majhnim deležem kapitala, tem manjši odstotek lastništva podjetja je potreben za nadzor in upravljanje podjetja. Možnost nadzora in upravljanja podjetja ima določen investitor v primeru, ko ima 30 odstotkov glasovalnih pravic, pri čemer noben drug investitor nima več kot 10 odstotkov ali v primeru, ko ima 49 odstotkov on in 51 odstotkov glasovalnih pravic poseduje nekdo drug.

Razlika se kaže tudi v motivu naložbe. Medtem ko je motiv TPN donos in je bolj kratkoročen in pogosto tudi špekulativen, pa je motiv TNN bolj dolgoročen. TPN so bolj nepredvidljive, sunkovite in zelo mobilne naložbe.

TNN pa po mnogih avtorjih odražajo namen investitorjev, da se neposredno povežejo s podjetjem v tujini in njegovimi aktivnostmi zaradi proizvodnih namenov. TNN naložbe so naložbe v določeno podjetje, pri katerem investitor obdrži nadzor nad podjetjem v katerega vlaga. Tako ima možnost pomembno vplivati na vodenje podjetja in je zato neposredno odgovoren za dobiček ali izgubo podjetja. Investitor ima pri TNN dolgoročen interes.

Prednosti TNN v primerjavi s TPN (Rossen, 1998, str.1-2, povzeto po Klarič, 2002, str. 17):

- TNN ne prinesejo v državo gostiteljico samo denarja, ampak tudi finančne resurse, menedžerske sposobnosti, tehnična znanja in tržne povezave,
- TNN ponujajo gostitelju še druge prednosti kot so napredna tehnologija produkcije, izobraževanje menedžerjev in ostale domače delovne sile,
- TNN sprožijo povezave z ostalim gospodarstvom v državi, s čimer lahko povzročijo gospodarsko rast, ki je večja od doprinosa gospodarski rasti od same TNN. Tako lahko

na primer proizvodna linija za izdelavo avtomobilov, ki jo postavi tuj investitor, sproži večjo domačo proizvodnjo gum, akumulatorjev, avtomobilskih delov..., kar predstavlja povezavo nazaj, medtem ko drugi ustanavljajo servisne delavnice, bencinske črpalke, zavarovalne agencije, kar predstavlja povezave naprej,

- TPN so ponavadi kratkoročne naložbe¹⁰, ki se lahko zelo hitro umaknejo iz države v bolj ugodne pogoje, medtem ko se TNN smatrajo za bolj dolgoročne naložbe, ki naj ne bi bile toliko mobilne. Mnenja o tem so različna¹¹.

Prednosti TPN pred TNN so:

- omogočajo boljšo likvidnost sekundarnega trga kapitala,
- cenejše pridobivanje svežega kapitala za podjetja preko izdaj vrednostnih papirjev na primarnem trgu kapitala,
- boljša razvitost finančnega sektorja, zaradi potrebe nadzora in reguliranja TPN. Veliko raziskav je pokazalo pozitivno korelacijo med razvitostjo finančnega sektorja in gospodarsko rastjo, lažje doseganje manjšega demonstracijskega efekta centralne banke pri izvajanju politike odprtega trga – pri posegih na sekundarnem trgu kapitala, zaradi večjega prometa na sekundarnem trgu kapitala.

2.3 Teoretična izhodišča proučevanja mednarodnih kapitalskih tokov

Mnogo avtorjev proučuje zakonitosti obnašanja mednarodnih kapitalskih tokov, zakaj do njih pride, kakšne so njihove posledice. Vsaka teorija predstavlja drug aspekt. V želji da bi predstavila čim bolj celovito teorijo, se pri proučevanih vrstah kapitala osredotočim na tisto, ki po mojem mnenju odraža najbolj celosten in uveljavljen pristop.

2.3.1 Teorija mednarodnih portfeljskih naložb

Pri teoretični razlagi tokov portfeljskih naložb bi izpostavila dve teoriji. Prva, starejša, poudarja kot glavni razlog tokov kapitala razliko med obrestnimi merami med državami. Druga teorija pa mednarodne tokove kapitala razlaga kot posledico ohranjanja optimalnih portfeljev s strani mednarodnih investitorjev.

Po teoriji o razlikah v obrestnih merah bodo le-te razlike c.p. vzpodbudile mednarodne tokove kapitala iz držav z nižjo obrestno mero v države z višjo obrestno mero. Razlika v obrestnih merah pomeni namreč razliko v donosnosti investicij.

¹⁰ Ta kratkoročnost se kaže tudi v različnih vlogah v finančnih krizah. Tako so imele naložbe v kratkoročne vrednostne papirje poglobitno vlogo pri nastanku finančnih kriz v Mehiki, Rusiji in Braziliji, kar se je pokazalo ob nezmožnosti plačevanja kratkoročnega javnega dolga. V azijski finančni krizi so imela kratkoročna posojila mednarodnih bank osrednjo vlogo pri nastanku finančne krize, mednarodne banke so enostavno prekinile obnavljanje kratkoročnih posojil ob prvih kazalcih nezmožnosti odplačevanja.

¹¹ Nekateri avtorji (glej na primer Torkar, 1998, str. 12) poudarjajo, da je umik investitorjev iz TNN lahko enako hiter in učinkovit kot pri TPN. Vzrok naj bi bile sodobne razmere listinjenja in tržnosti večine finančnih proizvodov, zaradi česar variabilnost TPN ne odstopa od TNN.

Pri tej teoriji je možno opaziti dve pomankljivosti. Predpostavlja, da so za mednarodne investitorje domače in tuje obveznice popolni substituti. Edina razlika med obveznicami naj bi bila v valuti denominacije. V praksi pa ta predpostavka ne drži popolnoma, saj investitorji obveznicam določene države lahko pripišejo višje tveganje in zato zahtevajo višjo stopnjo donosnosti, v katero vključijo premijo za tveganje. V tem primeru nekrita obrestna arbitraža ne velja več. Druga pomankljivost pa je, da ta teorija razlaga le enosmerne tokove kapitala in sicer iz držav z nižjo obrestno mero, v tiste z višjo. Ne razlaga pa obojesmernih tokov kapitala, do katerih v praksi prihaja, ter mednarodnih tokov kapitala, ki obstajajo kljub izenačenim obrestnim meram (Kotnik, 2000, str. 8-10).

Novejša teorija temelji na diverzifikaciji portfeljev in te napake odpravlja. Mednarodni investitorji se obnašajo racionalno in ob ocenjevanju naložbenih možnosti ocenjujejo tako donosnost, kot tudi stopnjo tveganja.

Premoženjska teorija (Portfolio Theory) analizira vpliv razpršitve (diverzifikacije) naložb v vrednostne papirje in realno aktivo na tržno vrednost celotnega premoženja ekonomskega subjekta, ob hkratnem upoštevanju tveganja in donosnosti vseh njegovih premoženjskih oblik¹² (Mramor, 2000, str. 3). Teorija portfolio izbora izhaja iz dejstva, da so vlagatelji tveganju nenaklonjeni. To pomeni, da so pripravljene za tvegan projekt (vrednostni papir) plačati manj, kot znaša njegova pričakovana vrednost. Racionalni investitor izbira portfelj z izbranim donosom tako, da minimizira tveganje (Svetličič, 1996, str. 298).

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. V kolikor gre za TPN moramo zraven dodati še razliko, ki nastane zaradi različnega deviznega tečaja ob nakupu in ob repatriaciji finančnih sredstev, pridobljenih s prodajo vrednostnih papirjev v državo investitorja.

Mednarodne portfeljske investicije so torej funkcija razlik v stopnjah donosa, diverzifikacije tveganja in preferenc investitorjev k tveganju. Glede na teorijo je izbira optimalnega portfelja, v katerem so tako domače kot tuje oblike premoženja, določena na podlagi preferenc investitorja in niza učinkovitih portfeljev. Portfelj je učinkovit, če se višji donos portfelja lahko doseže le ob višjem tveganju oziroma če se lahko doseže znižanje tveganja le ob nižjem donosu. Države se lahko nahajajo v različnih fazah poslovnih ciklov in se lahko precej razlikujejo v proizvodnih dejavnostih, zato pričakujemo nižjo korelacijo donosnosti imetij iz različnih držav v primerjavi s korelacijo donosnosti imetij iz iste države, kar pomeni, da lahko mednarodna diverzifikacija pomembno zniža tveganje portfelja. Do tokov portfeljskih investicij pride v primeru, ko portfelj investitorjev ne ustreza njihovim optimalnim portfeljem. Tako bo sprememba donosnosti in/ali tveganja imetij v eni od držav sprožila proces prilagoditve portfeljev mednarodnih investitorjev in pripeljala do mednarodnih kapitalskih tokov.

¹² Temelje te teorije je postavil Markowitz 1952. Hkrati je tudi bistveno dopolnil razumevanje odnosa med tveganjem in donosnostjo naložb.

Glavni vzroki prilivov kapitala, osnovani na teoriji diverzifikacije portfeljev, upoštevajo kot determinante tokov kapitala naslednje spremenljivke: različne investicijske možnosti povsod po svetu, kovariance med pričakovano donosnostjo posameznih investicij, preference investorjev glede razmerja med pričakovano in sedanjo potrošnjo, odnos investorjev do tveganja in rast premoženja investorjev.

2.3.2 Teorije tujih neposrednih naložb

Podobno kot portfeljski investorji tudi MNP izbirajo optimalen portfelj naložb, s to razliko da ne vlagajo v finančna imetja temveč predvsem v realna. Internacionalizacija dejavnosti s TNN naj bi predstavljala obliko diverzifikacije tako proizvodnega programa nasploh kot tudi finančno diverzifikacijo, s čimer bi se zagotovila večja stabilnost donosov (Svetličič, 1996, str. 298).

Sicer obstaja veliko število različnih teorij TNN, ki se med seboj dopolnjujejo, ni pa zaenkrat neke vsesplošno veljavne teorije mednarodnega poslovanja. V veliki večini ne gre za teorije v polnem pomenu besede, ampak bolj za paradigme, ki so osredotočene na posamezne vidike mednarodnega poslovanja (Svetličič, 1996, str. 145).

V grobem ločimo tri temeljne teoretične pristope obravnavanja: mikro, makro in celovit pristop (Svetličič, 1996, str. 168-170). Kot je skoraj nemogoče povsem ločeno obravnavati TNN in MNP, je težko razlikovati med teorijami tujih TNN in MNP. Obe teoriji pojasnjujeta isti pojav, le da sta zorna kota malo različna. Pri TNN je poudarek na procesu pretakanja kapitala, pri MNP pa je v ospredju organizacija, ki izvaja nadzor nad dejavnostmi, do katerih je prišlo v največji meri s pomočjo TNN (več o teoriji MNP, glej Svetličič, 1996, str. 275)

Zaradi omejenosti vsebinskega okvira se bom osredotočila na eklektično paradigmo, ki predstavlja poskus celovitega pristopa in skuša različne poglede združiti v eno celostno teorijo. Gre za poskus sinteze teorije mednarodne menjave in teorij mednarodne proizvodnje.

2.3.2.1 Eklektična paradigma

To paradigmo lahko uvrstimo nekako med makroekonomske teorije mednarodne menjave in mikroekonomske teorije podjetja. Po prvi obravnava makroekonomsko alokacijo virov, po drugi pa se ukvarja s podjetniškimi spodbudami mednarodne dejavnosti in njihovih oblik. Gre skratka za kombiniran, eklektičen pristop, ki odgovarja predvsem na naslednja vprašanja (Svetličič, 1996, str. 266-267):

- Kateri so temeljni vzroki za začetek mednarodne proizvodne dejavnosti, kakšen je njen obseg in vzorec?
- Zakaj se podjetje odloči za mednarodno proizvodnjo, ne pa za alternative kot so izvoz, licenčna proizvodnja itd.?
- Kje proizvajati?

Kot pogoj za TNN so izpostavljene tri ključne prednosti: lastniške, lokacijske in internalizacijske prednosti.

To lahko zapišemo tudi v obliki formule, na podlagi katere lahko eklektično paradigmo imenujemo tudi LaLI paradigma¹³ (Svetličič, 1996, str. 269-270):

$$MP_t = (f)LaLI_{t-1} \quad (3.1.)$$

Kjer je:

MP = mednarodna proizvodnja

F = funkcija, strateški odgovor firme

t = čas

La = lastniške prednosti

L = lokacijske prednosti

I = internalizacijske prednosti

Lastniške prednosti omogočajo podjetju zaslužek monopolnih dobičkov v različnih ekonomskih prostorih. Specifične lastniške prednosti so stvari in pravice, ki jih ima določeno podjetje ali pa ima do njih prednostni dostop, obenem pa konkurenčna podjetja teh istih stvari in pravic nimajo oziroma jih imajo v manjši meri ali pod slabšimi pogoji. Lastniške prednosti so specifične podjetju, drugim podjetjem pa niso razpoložljive na trgu (Dunning, 1993, povzeto po Rojec, 1993, str. 4).

Lokacijsko specifične prednosti omogočajo znižanje stroškov v primeru proizvodnje v več državah; te prednosti lahko izkoristijo vsa podjetja, ki investirajo v proizvodnjo na tej določeni lokaciji. Te prednosti poudarjajo predvsem teorije, ki gledajo na TNN bolj z makroekonomske perspektive. V literaturi se navajajo tri glavne skupine lokacijsko specifičnih prednosti (Svetličič, 1996, str. 271):

- stroški dela oziroma proizvodni stroški, kjer je pomembna cena, kvaliteta in produktivnost inputov,
- tržni dejavniki kot so velikost in rast trga, ki opredeljuje tudi možnost izkoriščanja ekonomije obsega, lokalna konkurenca, transportni in komunikacijski stroški,
- vladne politike, kjer so najpomembnejše zunanjetrgovinske omejitve, politika do tujih investicij, politike glede prevzemov in združitvev, repatriacije dobičkov, dejavniki, ki vplivajo na investicijsko klimo, politična stabilnost, infrastruktura (pravna, trgovska, transportna itd.).

¹³ Vendar pa s pomočjo te teorije ni mogoče ugotoviti, katera od spremenljivk je najpomembnejša spodbuda za mednarodno proizvodnjo (Svetličič, 1996, str. 162, 267).

Internalizacijske prednosti pa pomenijo, da je neko mednarodno transakcijo mogoče izvesti po nižjih stroških od tržnih, v okviru samega podjetja.

Torej če ima podjetje določeno lastniško prednost ob hkratni lokacijski in internalizacijski prednosti, potem je zanj najbolje da investira v tujo državo.

2.4 Pravno formalni vidik liberalizacije mednarodnih kapitalskih tokov

Na liberalizacijo finančnih trgov lahko gledamo tudi kot na notranji dejavnik, ki spodbuja tuja vlaganja¹⁴. Če pogledamo izsledke MDS o načinih omejevanja kapitalskih pretokov v praksi držav (uporaba oblik omejevanja kapitalskih tokov, na primeru držav v razvoju je prikazana v Prilogi 1), vidimo da med razvitimi državami od sredine leta 1995 ovir za pretoke kapitala ni več. S tem je končano dolgo obdobje liberalizacije kapitalskih tokov med njimi, ki je trajalo od konca druge svetovne vojne dalje.

Omejitve na tokove kapitala so lahko neposredne ali posredne, in sicer v treh oblikah (Mathieson, Rojas-Suarez, 1993, str. 4):

- prepovedi ali količinske omejitve (TNN ponavadi nadzirajo ministrstva ali državne agencije),
- multipli devizni tečajji (pri dvojnih deviznih tečajih obstajata dva trga: na enem vlada intervenira in vzdržuje fiksni tečaj, na drugem pa tečaj prosto drsi),
- obdavčenje (eksplicitni in implicitni davki so namenjeni izničitvenju višjih stopenj donosa, ki bi jih domači (tuji) investitorji dosegli z držanjem tujih (domačih) finančnih instrumentov, visoki transakcijski davki pa služijo za preprečevanje pritoka obsežnih kratkoročnih tokov kapitala).

Le ZDA, Kanada in Švica so ves povojni čas ohranjale neovirane pretoke za večino transakcij. Druge razvite države so zelo počasi liberalizirale te tokove. Leta 1958 je to storila Nemčija in sicer tako, da je najprej odpravila ovire za izvoz kapitala, ohranjala pa je trden nadzor nad uvozom, ki ga je odpravila leta 1969 in ponovno dvakrat vpeljala leta 1981. Proces liberalizacije v razvitih državah se je pospešil v osemdesetih in v zgodnjih devetdesetih letih: Velika Britanija leta 1979, Japonska leta 1980, Nova Zelandija leta 1984, Nizozemska leta 1986, Danska leta 1988, Francija leta 1989, Belgija, Irska, Italija, Luksemburg, Švedska, Avstrija, Finska in Norveška leta 1990, Portugalska in Španija leta 1994, Grčija leta 1994 in Islandija 1995. Vidimo, da je liberalizacija kapitalskih transakcij dejansko relativno novejšega datuma celo za najbolj razvite države (Borak, 1997, str. 3).

MDS sedaj zagovarja postopno odpiranje finančnih trgov ostalih držav, in sicer v naslednjem zaporedju:

¹⁴ Pristaši tega so Calvo, Leiderman in Reinhart ter Kenen, ki poudarjajo pomen umikanja kapitalskih kontrol.

- Najprej naj bi se dosegla makroekonomska stabilnost, domače finančne institucije in finančni trgi pa naj bi se razvili do ustrezne mere. Hkrati naj bi se sprostile omejitve za TNN in preostale dolgoročne kapitalske tokove. Vzporedno naj bi se krepil domači finančni sistem, ki naj bi odprl vrata tuji konkurenci,
- liberalizacija kratkoročnih finančnih tokov naj pride na vrsto šele tedaj, ko je domači finančni sistem dovolj razvit, da je finančne tokove sposoben učinkovito alocirati,
- liberalizacija domačega finančnega sistema naj se začne izvajati že pred odpiranjem za tuje naložbe, saj se tako zmanjša tveganje, da pritoki tujega kapitala postanejo le substitut za učinkovito alokacijo domačih virov.

3 Vzroki in učinki priliva naložbenega kapitala

Kot omenjeno, so vzroki prilivov kapitala po različnih teorijah in vrstah kapitala različni. Teorija mednarodnih portfeljskih investicij poudarja razlike v donosih in tveganjih, eklektična paradigma pa za TNN izpostavlja lastniške, lokacijske in internalizacijske dejavnike. Gledano mednarodne tokove kapitala na splošno, pa lahko rečemo, da se odzivajo na spremembe znotraj države prejemnice kapitala (notranji vzroki prilivov) in na spremembe v širšem okolju oziroma celotnem svetu (zunanji vzroki).

3.1 Determinante priliva TPN

Večina avtorjev razlikuje dejavnike, ki določajo obseg finančnih pritokov v neko državo, na takoimenovane "push" in "pull" dejavnike, ki poudarjajo zunanje in notranje faktorje kot gonilno silo finančnih tokov. Osnovni zunanji dejavniki so nižji donosi v državah vlagateljicah, ki usmerjajo finančne tokove proti državam prejemnicam, kjer so zaradi manjše razvitosti in večjega tveganja pričakovani in dejanski donosi običajno višji. Notranji dejavniki pa zajemajo širok spekter stabilizacijskih ukrepov in reform, ki naredijo državo prejemnico manj tvegano za tuja vlaganja (Bukatarevič, 1998, str.24).

Skupina avtorjev z MDS (Schadler S., Carkovic M., Bennett A., Kahn R.) navaja štiri osnovne dejavnike, ki prispevajo k močnejšim finančnim pritokom v neko gospodarstvo (Bukatarevič, 1998, str. 27):

- 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 tudi recesija v državah izvoznicah kapitala,
- takoimenovan "čredni učinek", ki pomeni prilagajanje trenutnim trendom v premikih kapitala in je lahko tudi posledica pretiranih reakcij na nove informacije. V mnogih primerih so finančni pritoki v določeno državo presegle pričakovanja vlad glede na izpeljane strukturne spremembe in/ali spremembe zunanjih dejavnikov. "Čredni učinek" pa je lahko še bolj izrazit pri morebitnem umiku kapitala.

Modeli mednarodnih tokov kapitala, osnovani na teoriji diverzifikacije portfeljev, upoštevajo kot determinante tokov kapitala naslednje spremenljivke: različne investicijske možnosti povsod po svetu, kovariance med pričakovano donosnostjo posameznih investicij, preference investorjev glede razmerja med pričakovano in sedanjo potrošnjo, odnos investorjev do tveganja in rast premoženja investorjev. Tokovi kapitala so mehanizem, preko katerega se doseže ravnotežno stanje oziroma optimalen portfelj.

Vzroke prilivov kapitala lahko razdelimo na tri skupine in sicer na notranje vzroke, ki delujejo na ravni individualnih investicij, notranje vzroke, ki delujejo na ravni države, in zunanje vzroke (Fernandez-Arias in Montiel, 1995, str. 51-77, povzeto po Kotnik, 2000, str. 24-26):

Notranji vzroki, ki delujejo na ravni individualnih investicij:

- ukrepi ekonomske politike, ki povečajo dolgoročno pričakovano stopnjo donosa in/ali zmanjšajo tveganje domačih realnih investicij (pomembnejše strukturne ali institucionalne reforme – liberalizacija domačega finančnega sektorja, liberalizacija mednarodne menjave, privatizacija; izboljšana domača makroekonomska politika – uspešno zmanjšanje inflacije, ki ga ekonomski subjekti smatrajo za permanentno,...),
- kratkoročne makroekonomske politike, ki povečajo pričakovano stopnjo donosa na domače finančne instrumente (restriktivna denarna politika in/ali ekspanzivna fiskalna politika, ki povzročata razliko med domačimi in svetovnimi obrestnimi merami),
- ukrepi, ki povečajo odprtost domačih finančnih trgov tujim investitorjem (kot npr. odstranitev kapitalskih kontrol),
- strukturne in/ali makroekonomske politike, ki popačijo medčasovne relativne cene zaradi pomanjkanja kredibilnosti.

Notranji vzroki, ki delujejo na ravni države:

Kredibilnost države je odvisna od pričakovane sedanje vrednosti sredstev, ki bodo na razpolago za plačila tujini, v primerjavi z že obstoječimi obveznostmi te države. To lahko izrazimo z naslednjo enačbo (Kotnik, 2000, str. 26):

$$c = \frac{Y}{(R-g)} \quad (5.1)$$

kjer Y označuje mero razpoložljivih sredstev za plačilo obveznosti, ki rastejo po stopnji g, R pa diskontno stopnjo, ki odraža donosnost naložb primerljive ročnosti na svetovnih finančnih trgih. Na kredibilnost države tako vplivajo tako domači (Y,g) kot zunanji dejavniki (R):

- obrestna mera na tujih finančnih trgih (svetovna obrestna mera),
- stabilizacijske in strukturne politike, ki vplivajo na učinkovitost alokacije resursov na ravni države,
- spremembe mednarodnih pogojev menjave (angl. terms of trade),

- ukrepi ekonomske politike, ki zmanjšajo domačo absorpcijo glede na dohodek.

Zunanji vzroki:

- svetovna obrestna mera in/ali recesija v tujini,
- strukturne spremembe na svetovnih trgih,
- sproščanje predpisov glede dostopa tujih ekonomskih subjektov do trgov kapitala držav posojilodajalk,
- bandwagon učinek¹⁵ in učinek razrešitve krize na mednarodnih kapitalskih trgih.

Za TPN je pomemben dejavnik tudi napredek v informacijski tehnologiji, ki je omogočil investitorjem, da učinkoviteje upravljajo s portfelji in da bolje analizirajo kreditna in tržna tveganja. Razvoj računalnikov in informacijske tehnologije omogoča hitrejši prenos podatkov in njihovo hitrejšo analizo. Akademski razvoj na področju ocenjevanja opcij je vzpodbudil portfeljske investicije, saj opcije omogočajo zavarovanje pred tveganji, povezanimi s finančnimi transakcijami.

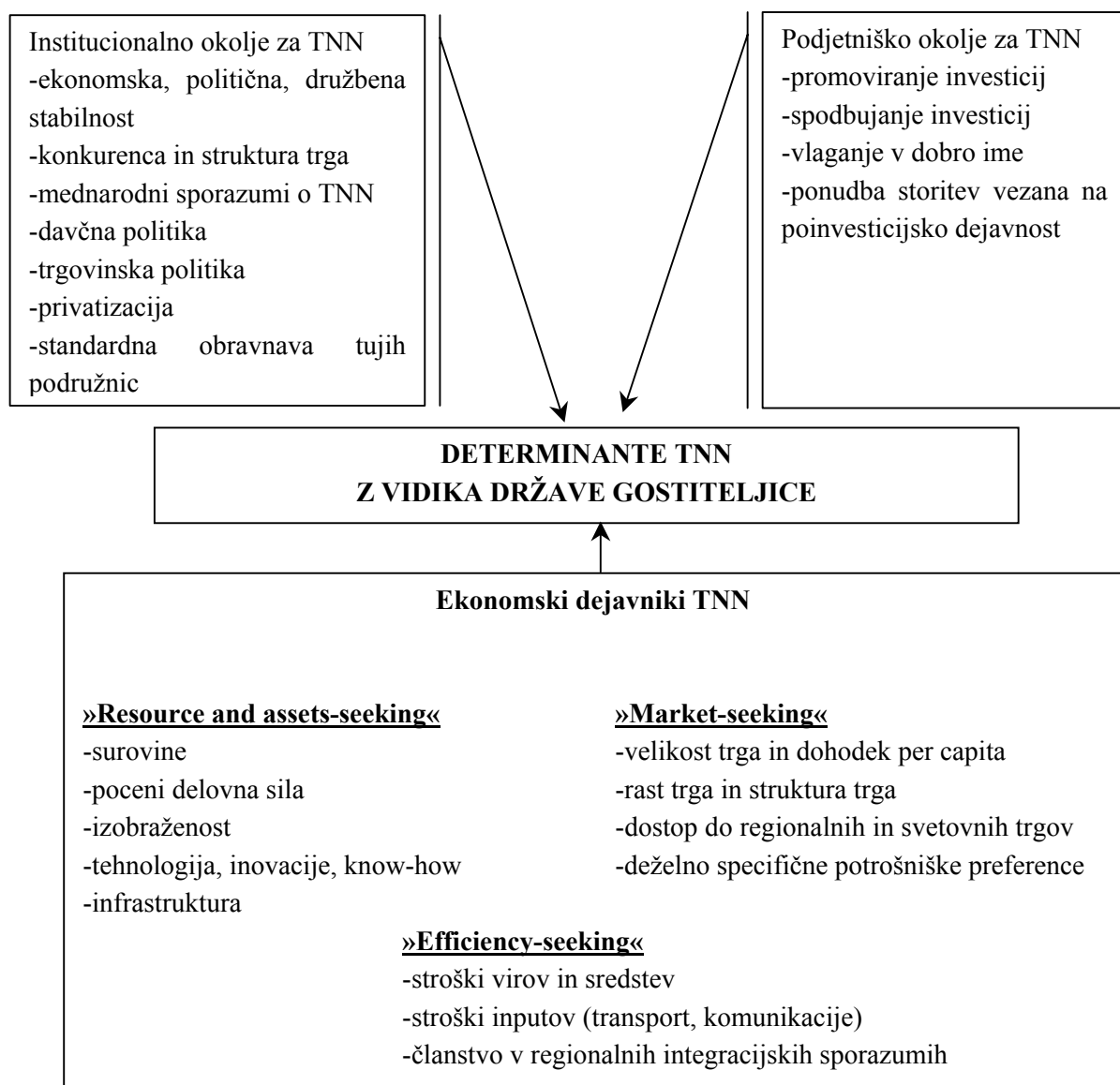
Skratka, vzroki prilivov so najpomembnejši zaradi implikacij, ki jih imajo na stabilnost tokov kapitala. Če prilive kapitala vzpodbudijo notranji vzroki, to vodi do optimističnega pogleda, da so prilivi v veliki meri odvisni od ukrepov domače ekonomske politike; trajnost prilivov naj bi bila odvisna od ukrepov države. Zunanji vzroki prilivov pa naj bi povzročili ciklično ali reverzibilno komponento prilivov kapitala, saj njihova nestabilnost povzroča tudi makroekonomsko nestabilnost države prejemnice in nestabilnost finančnega sistema.

3.2 Determinante priliva TNN

Če so determinante neposrednega tujega investiranja (oligopolna tržna struktura, podjetniško specifične prednosti, internalizacijske prednosti, lokacijsko specifične prednosti, itd.) objektivni dejavniki, ki opredeljujejo proces neposrednega investiranja v tujini, so motivi »subjektivno doživetje te objektivnosti, v okviru katere deluje ekonomski subjekt« (Svetličič, 1985, str. 2000). To subjektivno doživljanje je, glede na dane razmere in podjetniško specifične prednosti, s katerimi razpolaga, od subjekta do subjekta različno, vendar pa analize motivov različnih avtorjev kažejo precej tipičen vzorec in prevladovanje posameznih motivov.

¹⁵ Bandwagon učinek ali učinek zadnjega vagona govori o tem, da prihaja do prodaj in nakupov vrednostnih papirjev zaradi pričakovanj, ki temeljijo na preteklem gibanju cene vrednostnega papirja ali zaradi posnemanja ostalih udeležencev na trgu in ne na podlagi ekonomskih indikatorjev.

Slika 2: Determinante TNN z vidika države gostiteljice



Vir: WIR 2002, str. 11.

Kot kaže slika 2, je z vidika motivacije oziroma vzorca strateškega obnašanja tujih investorjev smiselno razlikovati med TNN, ki prihajajo primarno zaradi trga države (t.i. »market-seeking« oziroma horizontalne TNN), in med TNN, ki prihajajo predvsem zaradi izkoriščanja razlik v razpoložljivosti in ceni proizvodnih dejavnikov (vertikalne TNN, kot so »resource-seeking«, »efficiency-seeking« ali »strategic asset-seeking« investicije). Pri zadnjih gre tako za razlike v razpoložljivosti in ceni osnovnih proizvodnih dejavnikov kot za dostop do različnih sposobnosti in strokovnih znanj v državi prejemnici, za izkoriščanje ekonomij obsega, razlik v okusih potrošnikov itd.

Večina avtorjev, ki analizira motive tujih investorjev, meni, da so najpomembnejši vzroki ofenzivnega značaja, to je razširitev obstoječih trgov in vstop na nove trge (Svetličič, 1985, str. 193-208). Šele tem sledijo razni defenzivni motivi, kot so ohranjanje obstoječih trgov,

izkoriščanje raznih stroškovnih prednosti in izogibanje trgovskim (uvoznim) omejitvam, ki jih postavljajo države prejemnice tujih investicij.

Dejavniki investicijske klime v državi prejemnici (politična stabilnost, odnos do tujih investorjev, davčna politika, stabilnost deviznih tečajev, itd.) pa predstavljajo predvsem infrastrukturne pogoje, ki so nujni, da bi bili tuji investitorji pripravljeni uresničiti svoje motive (Rojec, 1993, str. 133-134).

3.3 Posledice/učinki TPN

Danes so predvsem finance resnično postale popolnoma globalne. Za pretoke kapitala skoraj ni več ovir. Dnevne devizne transakcije so dosegle fantastične razsežnosti, ki daleč presegajo kakršnekoli realne pretoke. Mnogi menijo, da finančna globalizacija ni integrirala trgov kapitala v smislu prenosov realnih virov niti ni prispevala h konvergenci obrestnih mer, temveč je povečala nestanovitnost tečajev. Drugi zopet trdijo, da tako ogromna (špekulativna) pretakanja kapitala ogrožajo nacionalno suverenost, saj so države vse bolj nemočne v zaščiti svojih nacionalnih interesov pri uravnavanju gospodarskih tokov, in da je čas mednarodnega sistema kot meddržavnega sistema mimo. Tretji zopet govorijo, da je to nesmotrno zapravljanje denarja, saj te transakcije in nestabilnosti, ki so njihova posledica, davkoplačevalce nekaj stanejo.

TPN omogočajo investitorjem boljšo diverzifikacijo portfeljev in s tem zmanjšanje tveganja. Investiranje v vrednostne papirje manj razvitih držav prinaša dve prednosti. Povezava med trgi razvitih in nerazvitih držav je manjša kot med trgi razvitih držav. Tako so učinki diverzifikacije boljši. Večji pa so lahko tudi donosi, res pa je, da je variacija stopnje donosa precej večja kot na trgih razvitih držav. Poleg tega lahko na slabo likvidnih trgih oziroma na plitvih trgih večji nakup ali prodaja povzročita veliko nihanje tečaja ali pa zaradi nelikvidnosti niti nista mogoča. To je nevarnost, s katero se poleg večjega tveganja srečujejo investitorji na borznih trgih manj razvitih držav. Nelikvidnost je precejšen problem slovenskega trga vrednostnih papirjev, saj se redno in v večjem obsegu trguje le z nekaj najbolj zanimivimi vrednostnimi papirji.

TPN lahko na več načinov prispevajo k razvoju lokalnih trgov vrednostnih papirjev (Šurk Kokalj, 2001, str. 30):

- TPN zagotavljajo dodaten vir kapitala, ki nadomešča domače varčevanje, prispevajo k znižanju stroškov kapitala kar povzroči večjo ponudbo vrednostnih papirjev in omogoča rast v produktivnem sektorju,
- poveča se likvidnost in globina trga vrednostnih papirjev, kar omogoča trgovanje z večjimi količinami vrednostnih papirjev brez prevelikih vplivov na tečaje, zmanjša se volatilitnost trga, ki izhaja iz njegove plitkosti,
- cene vrednostnih papirjev se dvignejo. To podjetjem zvišuje vrednost in jih varuje pred prevzemi,

- izboljša se upravljanje podjetij v smeri pogostejšega in bolj kakovostnega obveščanja ter predstavljanja rezultatov poslovanja, ki ga zahtevajo tuji investitorji,
- lahko se izboljša institucionalna urejenost domačega trga vrednostnih papirjev, saj tuji investitorji zahtevajo pravočasne in kakovostne informacije, zaščito manjšinskih delničarjev in primerno tržno regulativo,
- vzpodbudijo razvoj novih institucij in storitev, omogočijo prenos tehnologije in izobraževanje zaposlenih na tem področju.

Vse to prispeva h krepitvi domačega finančnega sistema in večji učinkovitosti trga vrednostnih papirjev, tako da cene delnic na trgu odražajo pravo vrednost podjetij. Hkrati pa živahnije dogajanje in večja likvidnost na sekundarnem trgu kapitala posredno oživlja tudi primarni trg kapitala, saj se podjetja v takih razmerah raje odločajo, da bodo nove naložbe financirala tudi z izdajo vrednostnih papirjev. To je predvsem pomembno za mlada nastajajoča podjetja, ki nimajo dostopa do ugodnih kreditov.

Vpliv TPN na trg vrednostnih papirjev pa je lahko tudi negativen. Raziskava, ki jo je UNCTAD opravil v enajstih manj razvitih državah med letoma 1987 in 1997, je pokazala, da se na trgih, ki so bili deležni večjih pritokov TPN, poveča volatilitnost cen vrednostnih papirjev. Ta lahko negativno vpliva na razvoj trga vrednostnih papirjev, saj so podjetja manj zainteresirana za kotacijo na trgu, kjer prihaja do velikih nihanj cen. Poleg tega se zviša zahtevana premija za tveganje, kar zviša stroške kapitala na domačem trgu.

Povečano volatilitnost lahko pripišemo pomembnemu vplivu, ki ga imajo nakupi in prodaje tujih investitorjev na slabo razvitih trgih. Povečana likvidnost trga zmanjša stroške trgovanja in olajša trgovanje tujim investitorjem. Pojavi pa se tudi problem črednega obnašanja in asimetričnost informacij. Dejstvo, da imajo tuji investitorji manj informacij o podjetjih povzroči, da tuji investitorji prekomerno odreagirajo na spremembe na trgu.

Prekomeren pritok tujega kapitala iz naslova TPN in tudi iz drugih virov lahko povzroči tudi realno apreciacijo domače valute, ter tako poslabša konkurenčnost domačih proizvajalcev v tujini. Velika likvidnost v finančnem sistemu pa lahko vodi k napihovanju cen na trgu nepremičnin in na trgu vrednostnih papirjev.

Najpogosteje omenjen in najbolj strah vzbujajoč pa je beg kapitala, ki lahko spremlja neto prilive v kako državo, pomeni pa hiter in nenadzorovan umik denarja iz države. TPN se smatrajo za "vroč kapital", ki se v iskanju največjega zaslužka seli od države do države. Medtem ko ima приход tujih portfeljskih investitorjev pozitivne posledice, njihov odhod in odliv kapitala povzroči precejšnje težave državi. Odliv je najbolj nezaželen, kadar se s kratkoročnimi naložbami financira dolgoročna posojila. S tem problemom so se soočile azijske krize. Kot se je pokazalo v primeru azijske krize, pa prost pretok kapitala ni bil neposredni krivec za krize. Kljub temu pa je MDS spremenil svojo politiko do liberalizacije kapitalskih tokov.

3.4 Posledice/učinki TNN

Investitor v primeru neposredne naložbe 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.

TNN imajo naslednje pozitivne prednosti:

- ustvarjajo delovna mesta,
- nadomeščajo zastarelo tehnologijo z novo,
- povečujejo industrijsko produkcijo in izvoz,
- razvijajo nova tehnološka znanja,
- omogočajo nova naročila lokalnim podjetjem,
- spodbujajo gospodarsko rast.

TNN v podjetja prinašajo izboljššan položaj managementa in delavcev (večje pristojnosti, s tem večje odgovornosti, večje plače, večje možnosti za izobraževanje). Zmanjša se število nivojev organizacijske strukture v podjetju, izboljša se komunikacija v podjetju in odnosi s širšo javnostjo. Podjetja s tujim oziroma mešanim kapitalom dosegajo povečanje obsega proizvodnje, produktivnosti, izkoriščenosti kapacitet, izvoza, prodaje in rentabilnosti. Boljši rezultati so posledica uvedbe novih kvalitetnejših izdelkov, tehnologij in metod dela.

MNP imajo pomembno vlogo v promoviranju trajno uravnoteženega razvoja, kar vključuje gospodarsko rast in izboljšanje managerskega in socialnega okolja. V državo prejmejo prinašajo kapital, tehnologijo ter znanje (know how), ki je tam pogosto nedosegljivo. Ustvarjajo povezave, ki se kažejo v ustvarjanju novih delovnih mest, tehnološkem napredku ter distribuciji dohodka. Dvignejo lahko lokalno proizvodnjo in okoljske standarde z uporabo naprednejše in uporabniku prijaznejše tehnologije. Poglobljanje vezi, ki povezujejo gospodarstva med sabo in svetom. Skozi trgovinske in investicijske tokove lahko povezujejo prejemnice v globalizacijski proces.

Glede na zgoraj navedene učinke, bi rada izpostavila vpliv TNN na transfer tehnologije.

3.4.1 Tehnološki vidik TNN

TNN lahko pospešujejo tehnološke spremembe v državi prejemnici na številne načine. Neposredno se njihov vpliv odraža v prispevku k višji produktivnosti proizvodnih dejavnikov in k spremembam v strukturi proizvodnje in izvoza, v prispevku k raziskovalno-razvojni dejavnosti, ki se je lotevajo enote tujih investicij, k uvajanju organizacijskih inovacij in k izboljšanju poslovodenja ter prispevku k zaposlovanju in usposabljanju. Do posrednega vpliva pa prihaja s sodelovanjem enot tujih investicij z domačimi raziskovalno-razvojnimi

organizacijami, s prenosom tehnologije domačim proizvajalcem, ki so v reprodukcijski verigi pred in za enoto tuje investicije, preko učinkov prisotnosti enot tujih investicij na konkurenco in na učinkovitost lokalnih proizvajalcev in s fluktuacijo kvalificiranega kadra iz enot tujih investicij v domača podjetja (WIR 1992, str. 141-159).

Tehnologija igra nesporno vlogo v gospodarski rasti, saj prav uspešna tehnološka aplikacija kapitala in dela – ki dviga produktivnostni potencial vseh proizvodnih dejavnikov, tako materialnih, kot sta delo in kapital, kot nematerialnih, kakršna sta organizacija in nadzor kakovosti – in ne toliko sam obstoj teh dveh proizvodnih dejavnikov, v vse večji meri opredeljuje stopnjo rasti gospodarstva. Ko gospodarstva sveta postajajo vse bolj globalizirana, se tehnologija pojavlja kot tisti dejavnik, ki v veliki meri opredeljuje mednarodno konkurenčnost in s tem perspektive posameznih gospodarstev.

Z vidika konkretnega prejemnika in države prejemnice tuje tehnologije nasploh je izrednega pomena, da bo tuja tehnologija čim koristneje uporabljena, in da bo prispevala k prejemnikovim potencialom rasti. S tem v zvezi se pojavljajo predvsem tri vprašanja (Rojec, 1993, str. 258-259):

- Namen oziroma funkcija uvožene tehnologije v razvojni politiki in strategiji,
- primernost oziroma ustreznost uvožene tehnologije z vidika podjetja oziroma države uvoznice,
- pogoji uvoza tehnologije oziroma stroški transfera tehnologije v najširšem pomenu.

Osnovna ekonomska logika, ki leži za uvozom tuje tehnologije je, da je razvoj lastnih tehnologij izven dometa sposobnosti prejemnika tehnologije in/ali, da je uvoz tuje tehnologije cenejša rešitev kot lastni raziskovalno-razvojni napor. Živahni tehnološki tokovi med državami so najboljša ilustracija dejstva, da nobena država ni tehnološka samozadostna. Dejstvo, da so MNP vse pomembnejši posrednik mednarodnih transferov tehnologije in stalno rastoča dinamika tehnološkega razvoja skupaj z rastočimi stroški, ki so povezani s tem razvojem, pa kažejo, da bo v prihodnje verjetno še manj prostora za ustvarjanje domače tehnološke baze v široki paleti dejavnosti.

Vendar pa je uvoz tehnologije dolgoročno zares smiseln le, če prispeva k lastnim tehnološkim zmogljivostim države prejemnice in njenim potencialom rasti. Za kaj takega pa sam uvoz tuje tehnologije še ne zadošča. Lahko je koristen način, kako hitro izkoristiti rezultate novih inovacij v tujini, vendar pa to še ne pomeni kreativne absorpcije teh inovacij (krepitev tehnoloških in ustvarjalnih sposobnosti prejemnika tehnologije) in njihove razpršitve drugim proizvajalcem v državi prejemnici. Na kratko, vpliv pridobljene tuje tehnologije na gospodarsko rast ni sam po sebi umeven. Ta vpliv je v končni instanci odvisen od strukture vzpodbud, s katero se soočajo tuja in domača podjetja v pridobivanju, prilagajanju, nadaljnem inoviranju in razprševanju tehnologij (WIR 1992, str. 159-160).

Drugo vprašanje se nanaša na primernost oziroma ustreznost uvožene tehnologije glede na tehnološko raven oziroma absorpcijsko zmogljivost podjetja oziroma države uvoznice. Na splošno velja, da stopnja razvoja na določenem področju okvirno opredeljuje optimalno raven uvožene tehnologije na tem področju. Če je razlika med enim in drugim prevelika, uvožena tehnologija verjetno ne bo dala ustreznih tehnoloških učinkov in učinkov na gospodarsko rast. Ustrezne domače tehnološke zmogljivosti so torej nujen pogoj za to, da uvožena tehnologija lahko da pričakovani razvojni prispevek. Domače tehnološke zmogljivosti pa tudi v precejšnji meri določajo, katera tehnologija je najprimernejša za podjetje oziroma državo uvoznico (Svetličič, 1985, str. 301).

Pogost učinek MNP je, da tehnologija, ki jo prenašajo v države v razvoju, ni primerna za njihove tehnološke in ekonomske strukture; na primer, proizvodni procesi na osnovi prenesenih tehnologij so preveč kapitalno intenzivni za manj razvite države, ki jim na splošno primanjkuje prav kapitala. Položaj v Sloveniji je seveda precej drugačen. Preprečiti je treba uvoz zastarelih in umazanih tehnologij.

Tretje vprašanje so pogoji oziroma stroški uvoza tehnologije v najširšem pomenu besede. Neposredni stroški uvoza tuje tehnologije (na primer, licenčna v primeru licenčnega sporazuma, ali dobiček v primeru transfera s TNN) praviloma predstavljajo le manjši del celotnih stroškov v zvezi z nakupom tehnologije. Tehnologija je blago posebne vrste in ko jo kupec plača, še ne pridobi možnosti oziroma pravice njene neomejene uporabe. Da bi mu jo lastnik odstopil, mora kupec praviloma prevzeti tudi določene dodatne obveznosti oziroma omejitvena določila (izvozne omejitve, obveznosti pri nakupu inputov, itd.) za kupca dejansko predstavljajo dodatne stroške v zvezi z nakupom tuje tehnologije, ki povečujejo neposreden strošek nakupa v obliki licenčnine ali izplačila dobička (Rojec, 1993, str. 260).

4 Analiza vzrokov in učinkov TPN in TNN v Sloveniji

Strukturne spremembe v svetu, preoblikovanje svetovnega političnega in ekonomskega zemljevida, globalizacija in regionalizacija mednarodnega gospodarstva nalaga vsem, posebno pa majhnim državam, na novo osmisliti svoje mesto v porajajočih novih odnosih in ureditvi. Lahko bi celo rekli, da vse države postajajo majhne v smislu zmanjševanja njihovega avtonomnega odločanja v vse soodvisnejšem in liberalnejšem svetu.

Slovenija je v fazi priključevanja evropski gospodarski integraciji; integracijski procesi so poglobljeni tudi z odpravami ovir za prost pretok kapitala, finančnih in drugih storitev. Liberalizacija gibanj kapitala in finančnih storitev sodi med najbolj občutljive sestavine gospodarskih sprememb. Kot pokažejo izkušnje številnih držav, ta stopnja liberalizacije sledi prvi, to je odpravi ovir za pretok blaga s precejšnjim časovnim zamikom. Zato je tudi pri načrtovanih liberalizacijah v Sloveniji koristno spoznavati izkušnje drugih držav in postopke, ki so jih ubirale, ko so same sproščale dostope na svoje trge in odpravljale ovire za tujo konkurenco. Njihove izkušnje so lahko dragocena pomoč pri snovanju globine in dinamike liberalizacij v Sloveniji.

4.1 Pravno formalni okvir

Liberalizacijski načrt v okviru Slovenije ima svoje korenine v podpisu Evropskega sporazuma o pridružitvi med Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske Unije na eni strani in Republiko Slovenijo na drugi strani (ESP). ESP odpira Sloveniji vrata v evropske integracijske procese. Pomembna sestavina sporazuma je poleg oblikovanja območja svobodne trgovine uveljavljanje pravice za svobodno ustanavljanje podjetij in opravljanje dejavnosti. S tem sta povezani liberalizacija tekočega dela plačilne bilance in liberalizacija kapitalnega dela plačilne bilance. Pri slednjem je predviden naslednji vrstni red:

- najprej sprostitev tokov, povezanih z TNN (nanašajo se na ustanavljanje podjetij),
- zatem odprava omejitev za gibanje kapitala v obliki kreditov za poslovne transakcije in finančnih kreditov,
- in na koncu liberalizacija tokov, namenjenih portfeljskim investicijam.

Za vse pretoke je predvideno konvertibilno poslovanje, domači denarni oblasti pa je prepuščena določena pravica poseganja v tokove, če bi se denarne razmere poslabšale. Sporazum predvideva največ šestletno prehodno obdobje, sestavljeno iz dveh zaporednih stopenj: prva traja štiri leta, druga dve leti.

Prva stopnja se je začela z uveljavitvijo sporazuma in odpravlja ovire za TNN. Pridružitveni svet, organ, ki je predviden v sporazumu, redno spremlja njegovo izvajanje in potek slovenskih reform. V dvanajstih mesecih pred iztekom prve stopnje lahko Pridružitveni svet določi prehod v drugo stopnjo in spremembe, ki se nanašajo nanjo. Ta stopnja pomeni popolno liberalizacijo pretokov kapitala.

4.1.1 Časovni načrt liberalizacije

Slovenske smernice razvoja, že od osamosvojitve dalje, težijo k vključitvi v Evropsko unijo. Formalni odnosi med entitetama so bili vzpostavljeni leta 1993, z uveljavitvijo Sporazuma o sodelovanju med Republiko Slovenijo in Evropsko gospodarsko skupnostjo. V istem letu so se začeli pogovori za sklenitev Sporazuma o pridruženem članstvu, leta 1996 pa je bil ta Evropski sporazum o pridružitvi Slovenije k EU tudi podpisan.

1997 je državni zbor RS ratificiral ESP, za uradni začetek pridružitvenega procesa pa se šteje 30. marec 1998. Takrat je bil sprejet dokument Partnerstva za pristop v podporo državam kandidatkam pri pripravah na članstvo. Za spremljanje in izvajanje Državnega programa so pristojne slovenske institucije, institucije EU in skupni organi obeh strani, ustanovljeni na osnovi ESP. Državni program ni končni dokument in se bo do dokončnega vstopa v EU še dopolnjeval in spreminjal. Razloge za to gre iskati v spreminjanju pravnega reda EU, notranjih reformah EU, usklajevanju zahtev, izhajajočih iz Državnega programa z razpoložljivimi proračunskimi sredstvi.

Časovni načrt liberalizacije kapitalskih gibanj je delno določen s Pridružitvenim sporazumom, predvsem kar zadeva roke za sprostitev neposrednih naložb ter nakupa nepremičnin, podrobneje pa v Zakonu o deviznem poslovanju¹⁶ (Ur.l.RS, št. 23/99), ki je stopil v veljavo 23. aprila 1999, in ureja režim prostega pretoka kapitala na podlagi transakcij, klasificiranih skladno z evropsko nomenklaturu iz direktive 88/361/EEC, ter daje podlago za nadaljnjo liberalizacijo kapitalskih tokov.

Republika Slovenija pristopa k liberalizaciji po klasičnem modelu, kar pomeni, da bodo najprej sproščeni dolgoročni kapitalski tokovi (neposredne naložbe), zatem srednjeročni ter šele nazadnje kratkoročni tokovi (Zakon o deviznem poslovanju, 1999). V pogajalskem izhodišču za prost pretok kapitala (glej Priloge 2) se Slovenija zavezuje, da bo svoj pravni red postopno v celoti uskladila z evropskim pravnim redom in torej najpozneje do dejanskega polnopravnega članstva v Uniji sprostila pretok kapitala.

4.1.1.1 Liberalizacija iz naslova neposrednih naložb

Z uveljavitvijo Zakona o deviznem poslovanju je Republika Slovenija sprostila pretok kapitala na podlagi neposrednih naložb (tako tujih k nam kot naših v tujino), njihove likvidacije ter repatriacije rezultatov in dobička, ki iz njih izvira. Trajnejše omejitve so ostale le glede naložb tujcev v vojaško industrijo ter v obvezno zdravstveno in pokojninsko zavarovanje, ki iz njih izvira.

V povezavi s pravico do ustanavljanja so bile v Evropskem sporazumu o pridružitvi za omejeno časovno obdobje dopuščene omejitve glede zagotavljanja nacionalne obravnave pri ustanavljanju bank, zavarovalnic in borzno posredniških družb na ozemlju Republike Slovenije, ki pa so bile s sprejemom sistemskih zakonov s tega področja že odpravljene. Trenutno pa še obstajajo omejitve v zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje glede ustanavljanja (pooblaščenih) družb za upravljanje in skladov (Ministrstvo za finance, 2002, pogajalska izhodišča).

4.1.1.2 Liberalizacija iz naslova portfeljskih naložb

Liberalizacija portfeljskih naložb je potekala postopoma. Evropski pridružitveni sporazum je dopuščal štiriletno prehodno obdobje za odpravo vseh omejitev. Ne glede na to so bile s 1.1.2002, torej še pred iztekom tega roka, odpravljene vse omejitve glede naložb nerezidentov v vrednostne papirje v Sloveniji. Rezidenti lahko prosto kupujejo vrednostne papirje v tujini

¹⁶ Zakon o deviznem poslovanju med kapitalske posle vključuje:

- neposredne naložbe,
- naložbe v nepremičnine,
- posle z vrednostnimi papirji,
- kreditne posle,
- depozitne posle ter
- posle življenjskega zavarovanja.

od julija 2001. Pošiljanje in prenos vrednostnih papirjev v tujino ali iz tujine sme opraviti pooblaščen udeleženec. Začasen prenos vrednostnih papirjev v tujino ali iz tujine zaradi izvrševanja pravic iz vrednostnega papirja je prost, potrebna pa je prejšnja prijava Banki Slovenije (Ministrstvo za finance, 2002, pogajalska izhodišča).

Slovenija zato za področje pretoka kapitala ne zahteva prehodnih obdobj ali izjem. Prost pretok kapitala – Področje 4, velja za začasno zaprto poglavje in pogajanja niso več potrebna. Zaprtje poglavja je bilo pogojeno z uskladitvijo 68. člena Ustave RS s pravnim redom EU.

Izvajanju Državnega programa je posvečeno redno letno poročilo Evropske komisije o napredku Slovenije. V skladu s sprejetimi odločitvami na Evropskem svetu v Luksemburgu so redna poročila osnova za sprejemanje odločitev v zvezi s potekom pristopnih pogajanj ali z njihovo razširitvijo na druge države prosilke. Redna poročila so namenjena pregledu napredka države kandidatke v luči izpolnjevanja Kopenhagenskih kriterijev¹⁷. Čeprav so redna poročila osnova za sprejemanje odločitev o poteku pristopnih pogajanj ali njihovi razširitvi na druge države prosilke (kot je bilo določeno na Evropskem svetu v Luksemburgu decembra 1997), ta v veliki meri vrednotijo dejanski napredek, v manjši pa napredek, ustvarjen za pogajalsko mizo leta (EU novice, 2001, str. 2).

Zelo dober napredek od zadnjega poročila je na področju pretoka kapitala in plačilnega prometa. Banka Slovenije je konec leta 2000 odpravila nekatere omejitve denarnih transakcij na podlagi Zakona o deviznem poslovanju. Tuji državljani zdaj lahko dvigujejo kakršenkoli znesek gotovine, premija za pravico do nakupa deviz od Banke Slovenije se je znižala od 0,4% na 0,2% in rok, v katerem tuji kupci vrednostnih papirjev ne smejo prodati brez dodatnih stroškov, je bil skrajšan od enega leta na šest mesecev.

Poleg tega so bile ukinjene nekatere omejitve glede poslovanja z vrednostnimi papirji med rezidenti in nerezidenti, med drugim obvezni skrbniški račun za nakupe vrednostnih papirjev, ki jih kupci kupijo kot portfeljske naložbe. Nova okvirna zakonodaja, sprejeta od zadnjega rednega poročila, je odpravila tudi omejitve za TNN na področjih telekomunikacij, medijev, revizije in prometa. Na področju plačilnega prometa, je Slovenija začela izvajati program centralne agencije za plačilni prometna zasebne banke (EU novice, 2001, str. 3).

4.2 Analiza tokov in stanja TPN in TNN v Sloveniji

Prilivi kapitala igrajo pomembno vlogo pri povečanju ekonomske učinkovitosti. TNN v paketu prinašajo napredno tehnologijo, stabilne finančne vire, upravljavska in tehnična znanja

¹⁷ Ti kriteriji so:

- država kandidatka mora doseči stabilnost institucij, ki zagotavljajo demokracijo, pravno urejenost, človekove pravice ter spoštovanje in zaščito manjšin,
- imati mora tržno gospodarstvo, ki je sposobno prenesti konkurenčne pritiske in se prilagajati tržnim silam znotraj EU,
- sposobna mora biti prevzeti obveznosti članstva, vključno z izpolnjevanjem ciljev glede politične, gospodarske in denarne združitve.

in tako prispevajo k rasti zaposlenosti in dohodka gospodarstva, torej k njenemu razvoju in mednarodni konkurenčnosti. Tudi TPN državam prejemnicam prinašajo koristi, vendar pa predvsem zaradi špekulativne narave teh tokov, kratkoročnega časovnega horizonta investitorja in motiva, ki je zaslužek z naložbo, mnogi preferirajo neposredne naložbe.

4.2.1 Tokovi TPN

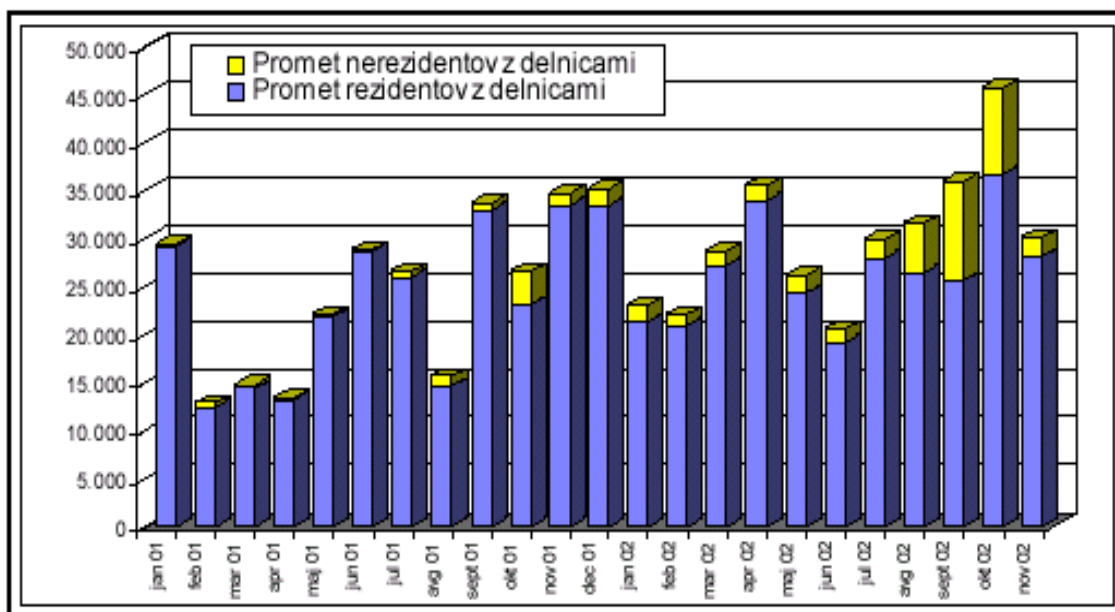
Tuji portfeljski investitorji so bili v Sloveniji navzoči že od leta 1993. Tako je bilo na dan 31.december 1993 v Sloveniji za 35,28 mio USD, na dan 31.december 1994 za 47,69 mio USD, na dan 31.december 1995 pa za 50,50 mio USD TPN (Kranjec, 1997, str.53). Prvo delnico, ki je prešla v tuje roke preko Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, je maja 1994 kupila londonska investicijska družba Smith New Court Investment Services. Vendar pa vse do druge polovice leta 1996 ne moremo govoriti o večjem zanimanju tujcev za vrednostne papirje. Pri tem je treba imeti pred očmi veliko število vrednostnih papirjev, ki so kotirali na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Leta 1994 ni na borzi kotirala še nobena privatizacijska delnica. Z začetkom leta 1995 je začel delovati tudi izvenborzni trg vrednostnih papirjev OTC. S tem se je olajšal dostop do organiziranega trga, saj so pogoji za uvrstitev na OTC trg bistveno milejši, kot uvrstitev na pravo borzo. Vendar je bilo treba počakati še celo leto do uvrstitve »prve privatizacijske delnice« v borzno kotacijo.

V letu 1997 se je prihod privatizacijskih delnic nadaljeval. Njihovo število se je naslednja leta še naprej povečevalo. Skratka, število vrednostnih papirjev na trgu je bilo do konca leta 1996 majhno; v glavnem ni šlo za delnice podjetij, ampak finančnih institucij. Šele prihod privatizacijskih delnic je prinesel vrednostne papirje, ki so lahko zanimivi za tuje investitorje (Šurk Kokalj, 2001, str. 25).

Če pogledamo strukturo TPN po vlagateljih opazimo, da so v proučevanem obdobju 1994-2001, največ tujih portfeljskih naložb v Sloveniji opravili investitorji iz Velike Britanije Avstrije, Hrvaške, Luxemburga, Nemčije pa tudi ZDA (glej Prilogo 3). Delež tujcev v prometu z delnicami na Ljubljanski borzi se je v mesecih, ko so bili tujci na trgu opazneje prisotni, gibal med 26% in 48%. Po podatkih iz Slike 3, je bil v prvih enajstih mesecih leta 2002 delež tujcev 11,5% (najnižji v aprilu 4,6%, najvišji v septembru 28,8%). Domači investitorji so do maja 1998 povsem sledili ravnanju tujcev, kasneje pa je bilo njihovo obnašanje odvisno predvsem od drugih dejavnikov (prevzemi in združitve).

Delež tujcev v celotnem prometu z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi je po podatkih KDD v času od septembra 1996 do marca 2000 znašal v povprečju 6,55 odstotkov. Od avgusta 1997 do marca 2000 je delež tujcev v celotnem prometu na Ljubljanski borzi upadel z že tedaj razmeroma nizkih 14,6 odstotkov na 1,7 odstotkov, delež tujcev v prometu z delnicami pa je upadel s 27,5 na 2,8 odstotka. Po letu 1998 so transakcije na slovenskem trgu kapitala skoraj izključno v domeni domačih oseb (Kleindienst, 2000, str. 11).

Slika 3: Promet z delnicami na Ljubljanski borzi od januarja 2001 do novembra 2002 glede na vrsto udeležencev (v mio SIT)



Vir: Finančni trgi, december 2002.

[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/financni_trgi/ft_2002_12.pdf], 17.01.2003

Gledano z vidika naložb po dejavnostih pa gre izpostaviti ugotovitev, da so tuji investitorji trgovali predvsem z delnicami Krke in Leka. Največja vlaganja so že od leta 1996 dalje prisotna v proizvodnji kemikalij, kemičnih izdelkov in umetnih vlaken. Sledijo naložbe v finančno posredništvo ter ostale predelovalne dejavnosti (glej Prilogo 4).

4.2.1.1 Gibanje tujih portfeljskih naložb in njihov vpliv na borzni indeks

Slovenski borzni indeks SBI je pred prihodom tujcev marca 1996 dosegel 1600 točk na račun pritoka svežega kapitala v sklade Proficie Dadas. Ko pa je povpraševanje vzajemnih skladov Proficie Dadas usahnilo, so cene delnic močno padle. Začetek septembra je SBI dosegel dno pri 892 točkah, na borzi pa se je v največjem obsegu trgovalo s kratkoročnimi vrednostnimi papirji – z nakupnimi boni Banke Slovenije.

V takih razmerah so se pojavili prvi tuji portfeljski investitorji. Njihov vpliv na SBI je bil, od prvih nakupov septembra 1996 pa nekje do maja 1998, zelo velik. Izhajal pa je tako iz deleža v prometu, ki so ga dosegali tuji investitorji v času največjih nakupov, kot tudi iz obnašanja ostalih, domačih investitorjev. Ti so se do maja 1998 odločali o nakupih in prodajah vrednostnih papirjev predvsem na podlagi aktivnosti tujih investitorjev, šele kasneje so v ospredje stopili drugi dejavniki. Res je tudi, da od maja 1998 naprej tujci niso več v večjih količinah kupovali slovenskih vrednostnih papirjev.

Tabela 1: Neto nakupi VP s strani tujcev na organiziranem in neorganiziranem trgu v letih od 1996 do 2002 (v mio SIT)

Obdobje	Organiziran trg	Neorganiziran trg	Skupaj (v mio SIT)
Skupaj v letu 1996	7.439,50	3.381,40	10.820,90
Skupaj v letu 1997	8.440,90	9.966,00	18.406,90
Skupaj v letu 1998	2.761,20	-2.104,0	657,20
Skupaj v letu 1999	-2.270,2	674,5	-1.595,70
Skupaj v letu 2000	208,1	8.540,40	8.748,50
Skupaj v letu 2001	4.499,70	63.500,40	68.000,10
Jan-Nov 2002	-11.221,3	338.325,10	327.103,80

Vir: Finančni trgi, 2002, str. 18.

Iz Tabele 1 je razvidna dinamika dosedanjo aktivnosti tujcev na delniškem trgu. Le-to lahko razdelimo na več obdobji:

- prvi nakupi so se začeli septembra 1996 in končali z uvedbo skrbniških računov v februarju 1997,
- po omilitvi režima julija 1997, so se tujci vrnil na trg, vendar se je njihovo zanimanje hitro umirilo,
- nakupe v obdobju od februarja do maja 1998 gre pripisati umiritvi azijske finančne krize,
- izbruh ruske finančne krize in pretresi na svetovnih finančnih trgih so povzročili umik tujcev s slovenskega delniškega trga.
- nakupi v letih 2001¹⁸ in 2002¹⁹ so večinoma povezani s procesi prevzemov. V zadnjih mesecih je bilo opaziti večje prodaje farmacevtskih delnic, kar je povezano s prevzemom Leka²⁰,

¹⁸ Največje naložbe so bile povezane z delnicami Simobila (nakup s strani avstrijskega Mobilkoma), SKB banke (prevzem in dokapitalizacija s strani francoske banke Societe Generale), Banke Koper (nakup s strani italijanske banke SanPaolo IMI) in Pivovarne Union (nakup s strani Interbrewa).

¹⁹ V prvih enajstih mesecih leta 2002 so tujci kupili za 327,1 mrd SIT vrednostnih papirjev (g V septembru je prišlo do prodaje delnic NLB belgijski bančno zavarovalniški skupini KBC (99,1 mrd SIT) in EBRD (14,6 mrd SIT). V novembru je bil uspešno izpeljan prevzem Leka s strani švicarskega Novartisa (vrednost celotnega posla je bila 201,1 mrd SIT, neto učinek pa 160,8 mrd SIT). Ostale večje naložbe v letu 2002 so bile povezane z nakupi delnic Banke Koper (prevzem s strani italijanske banke SanPaolo IMI, 25,5 mrd SIT), Krekove banke (prevzem s strani avstrijske banke Raiffeisen, 11,1 mrd SIT), Valkartona (6,2 mrd SIT) in Pivovarne Union (6,2 mrd SIT) (Interni podatki KDD)..

²⁰ Namen ni povsem jasen (izboljšanje pogajalske pozicije Novartisa, dvom o uspešnosti prevzema, priložnost visokih tečajih).

4.2.2 Tokovi TNN

Stanje na svetovnih finančnih trgih²¹ je v zadnjih letih odraz dveh faktorjev: upadanja gospodarske aktivnosti razvitih držav in upočasnitve dogajanja na borzah. Za razliko od svetovnega dogajanja pa je v državah Srednje in Vzhodne Evrope (kamor uvrščamo tudi Slovenijo) zaznati obraten trend.

Tabela 2: TNN v izbranih srednjeevropskih državah v tranziciji, 1993-2000

1993	Češka	Madžarska	Poljska	Slovenija
Priliv (mio USD)	654	2339	1715	113
Stanje (mio USD)	3423	5585	2307	954
Stanje kot delež v BDP (%)	9,8	14,5	2,7	7,5
1999				
Priliv (mio USD)	5108	1944	727	181¹
Stanje (mio USD)	16, 46	19276	26075	2684
Stanje kot delež v BDP (%)	30,7	40	16,8	13,3
2000				
Priliv (mio USD)	4595	1957	9000	181¹
Stanje (mio USD)	20000	19889	32000	2809
Stanje kot delež v BDP (%)	40,4	43,2	20,1	15,5
Povečanje 1993-2000 (Količnik, 1993=1.00)				
Priliv	7	0,8	5,2	1,6¹
Stanje	5,8	3,6	13,9	2,9
Stanje kot delež v BDP ¹	4,1	3	7,4	2,1

Vir: Rojec&Stanojević, 2001, str. 6.

Opombe: ¹ Vključuje reinvestirane profite

Prilivi TNN v države Srednje in Vzhodne Evrope so leta 2000 dosegli rekordno raven 27,4 mrd USD, kar pomeni povečanje za 1,25 mrd USD glede na leto 1999. S temi prilivi se je stanje TNI v teh državah konec leta 2000 povečalo na 145,7 mrd USD (povzeto po World Investment Report 2002, str. 3-6).

Države v tranziciji kot celota se očitno vedno uspešneje vključujejo v mednarodne tokove neposrednega tujega investiranja. Tabela 2 prepričljivo kaže, da pomen TNN za gospodarstva najrazvitejših držav v tranziciji hitro raste in je dosegel že precej visoke vrednosti, tudi če jih

²¹ Svetovni tokovi TNN so 1999 šesto leto zapored dosegli novo rekordno raven. Potem ko so se svetovni tokovi TNN v letu 1998 povečali za 43,5% (prilivi), so se v letu 1999 spet povečali in sicer za 27,3% in dosegli rekordnih 865 mrd USD. Še leta 1990 so prilivi znašali le 209 mrd USD. V istem razdobju se je delež prilivov TNN v bruto domačih investicijah povečal od 4,7% na kar 11,1%. Leta 1999 je prodaja tujih podružnic znašala 13,564 mrd USD, celotni svetovni izvoz dobrin in nefaktorskih storitev pa je bil pol manjši, namreč 6,892 mrd USD. V letu 2001 pa je bilo zaznati povsem drugačno tendenco svetovnih tokov TNN. Prilivi so namreč upadli kar za 51% glede na leto 2000 in tako znašajo 735 mrd USD (WIR 2002, str. 3).

primerjamo z državami EU²². Povečanje pomena TNN v proučevanem obdobju 1993-2000 je bilo tudi v Sloveniji relativno veliko, vendar je bilo v ostalih državah kandidatkah še precej večje. Tako Slovenija slej ko prej ostaja na zadnjem mestu med najrazvitejšimi državami v tranziciji tudi glede deleža stanja TNN v BDP, ki je najustreznejše merilo kumulativnega pomena TNN za gospodarstvo države prejemnice.

Kot je razvidno iz Tabele 3 so v obdobju 1995-2000 pritoki tujih investicij relativno skromni, medtem ko leto 2001 pomeni precejšnjo pozitivno spremembo, saj so se prilivi TNN precej povečali predvsem zaradi nekaterih za slovenske razmera velikih tujih akvizicij²³. Vrednost tujih neposrednih naložb v Sloveniji je konec leta 2001 znašala 316,3 milijona USD več kot leto prej.

Tabela 3 : Stanja, spremembe stanj in stopnje rasti TNN v obdobju 1995-2001

	1995 ¹	1996 ¹	1997 ¹	1998 ¹	1999 ¹	2000 ¹	2001 ¹
Vrednost, v mio USD							
Stanje konec leta - vrednost skupaj	1.763	1.998	2.207	2.777	2.682	2.893	3.209
Lastniški kapital in reinvest. dobički	1.204	1.275	1.559	2.016	1.910	1.969	2.186
Neto obveznosti do tujega invest.	560	723	648	761	772	924	1.225
Sprememba stanja - vrednost skupaj	438	235	209	570	-95	210	316
Letni priliv ² - skupaj	150	173	334	215	107	136	503
Stopnje rasti, v %							
Stanje konec leta - vrednost skupaj	33,0	13,3	10,5	25,8	-3,4	7,8	10,9
Letni priliv - skupaj	28,2	15,3	93,1	-35,6	-50,2	27,1	141,9

Vir: Jesensko poročilo, 2002, str. 74.

Opombe:

¹ Od leta 1996 naprej so vključene tudi neposredne naložbe povezanih gospodarskih družb v drugem kolenu

² Od leta 2001 naprej so v prilivih/odlivih plačilne bilance (postavka neposredne naložbe) zajeti tudi podatki o posojilih in dolgoročnih komercialnih kreditih med povezanimi družbami (ostali kapital). Do leta 2000 prikazuje plačilna bilanca te podatke v postavki ostale naložbe. Od leta 1994 so v podatkih plačilne bilance vključeni tudi reinvestirani dobički.

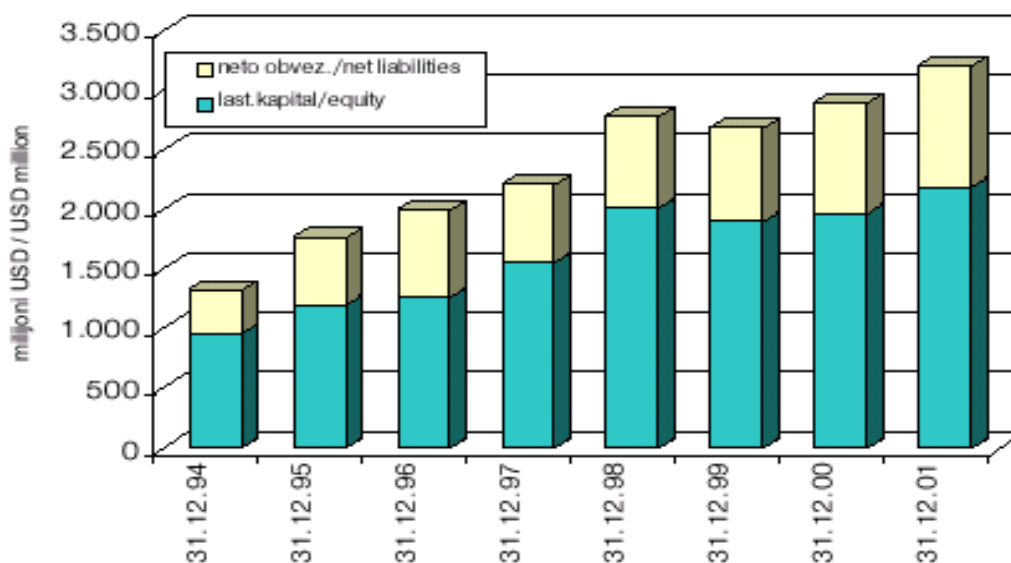
Po definiciji MDS v vrednost neposrednih naložb spada lastniški kapital, katerega vrednost je obdobje 1994-2001 vseskozi naraščala, z izjemo v letih 1999 in 2000, medtem ko je v letu 2001 lastniški kapital v TNN dosegel največjo vrednost proučevanega obdobja in sicer 2.185,6 milijona USD oziroma 68% celotne vrednosti naložb, neto obveznosti do tujih investitorjev pa so obsegale slabo tretjino celotne vrednosti neposrednih naložb tujcev (glej Sliko 4). Glede na strukturo vrednosti tujih neposrednih naložb v Sloveniji se dolgoročni interes jasno kaže že v neto obveznostih do tujih investitorjev.

²² V EU je bil leta 1997 povprečen delež kumulativne vrednosti TNN v BDP 15,2%, najvišji v Belgiji in Luxemburgu (55,1%), Nizozemskem (33,3%), Irski (23,3%), itd. (WIR 1999, str. 6).

²³ V obdobju januar-maj 2001 so namreč znašali 187,7 mio USD, v istem razdobju leta 2000 vsega le 34,4 mio USD.

Razmerje med neto obveznostmi in lastniškim kapitalom ves čas spremljanja statistike naložb narašča. V prvem letu je delež neto obveznosti do tujih investitorjev znašal 26% celotne vrednosti tujih neposrednih naložb, konec leta 2001 pa, kot zgoraj omenjeno, slabo tretjino, oziroma 32%. Tako tuji investitorji (npr. MNP) poleg kapitalskega vlaganja običajno tudi aktivno podpirajo tekoče poslovanje slovenskih podjetij²⁴. V zadnjih letih proučevanega obdobja je opaziti večje pritoke tujih investicij, predvsem v bančništvu in telekomunikacijah. Ta trend se je nadaljeval tudi v letu 2002²⁵ (povzeto po Jesensko poročilo 2002, str. 64-72.).

Slika 4: Sestav TNN v Sloveniji



Vir: Pregled gibanj v plačilni bilanci Slovenije, december 2001.

[URL: http://www.bsi.si/html/pubcikacije/placilne_bilance/index.html], 13.10.2002.

Investitorji iz držav EU dominirajo v neposrednem investiranju v Slovenijo. Če v proučevanem obdobju izpostavim leto 2000, je nič manj kot 82,2% stanja TNN v Sloveniji odpadlo na investitorje iz držav EU. Glavne investitorice v obdobju 1994-2001 so države EU so Avstrija, Nemčija in Francija, ki jim sledijo Italija, Velika Britanija in Nizozemska (glej Prilogo 3). Zunaj držav EU so edine omembe vredne investitorice v Slovenijo ZDA, Češka, Švica in Hrvaška²⁶.

Med spremembami v razdobju 1994-2001 je najopaznejše povečanje deleža držav EU z 62,0% na 84,4%. Stanje TNN iz držav EU se je v tem razdobju skoraj potrojilo, pri čemer gre kar 63,9% tega povečanja na račun Avstrije. Njen delež je konec leta 2001 predstavljal 47,6 %

²⁴ V letu 2001 je bilo v plačilni bilanci Slovenije zabeleženih 503,3 milijona USD pritokov TNN. Večji del pritokov predstavljajo naložbe v lastniški kapital (354,5 milijona USD), reinvestirani dobički so bili zaradi večje izgube v banki v tuji lasti v tem letu izjemoma celo negativni in so za 25,7 mio USD zmanjševali vrednost tujega lastniškega kapitala. Neto obveznosti do tujih neposrednih investitorjev so v letu 2001 porasle za 174,5 mio USD (povzeto po Letno poročilo banke Slovenije, 2001).

²⁵ V prvih sedmih mesecih 639,5 mio USD neto pritokov TNN

²⁶ Zmanjšanje deleža Hrvaške je predvsem posledica dejstva, da Banka Slovenije od leta 1998 ne vodi več hrvaškega deleža v Jedrski elektrani v statistiki TNN Banke Slovenije.

vrednosti vseh TNN v Sloveniji oziroma 1.526,8 milijona USD. Druga najpomembnejša investitorica konec leta 2001 je Francija s 385,9 milijona USD oziroma 12% deležem vseh TNN v Sloveniji. Nemčija je z 11,0 % vrednosti vseh TNN (353,9 milijona USD) konec leta 2001 tretja najpomembnejša investitorica, vendar se njen delež v zadnjih letih rahlo znižuje (Letno poročilo Banke Slovenije, 2001, str. 7).

Če ocenjujemo interes posameznih držav za Slovenijo, vidimo, da se resnično zanimajo za TNN v Sloveniji edino avstrijska podjetja. Precejšnjo nezainteresiranost za neposredno investiranje v Sloveniji pa kažejo podjetja iz Nemčije in Italije, kar je glede na siceršnje intenzivne ekonomske odnose s tema dvema državama zaskrbljujoče. Obseg TNN iz Nemčije in Italije je glede na velikost teh dveh gospodarstev in njuno investicijsko aktivnost v drugih tranzicijskih državah več kot zanemarljiv. Isto velja za ZDA (Priloga 5).

Kar se tiče strukture TNN po dejavnostih kaže največjo koncentracijo TNN v predelovalni dejavnosti, kjer je konec leta 2001 38,4 % vrednosti vseh TNN (Glej Prilogo 6). Znotraj predelovalnih dejavnosti so TNN skoncentrirane v proizvodnji papirja in papirnih izdelkov, kemikalij in kemičnih izdelkov, strojev in naprav, izdelkov iz gume in plastičnih mas ter v proizvodnji motornih vozil. Druga najpomembnejša dejavnost glede TNN pa je finančno posredništvo z 28,3% vrednosti TNN. V proučevanem obdobju 1994-2001 je opaziti relativno padanje pomena predelovalnih dejavnosti, raste pa predvsem delež finančnega posredništva in dejavnost prometa in zvez (telekomunikacije).

Razdelitev TNN po dejavnosti je večinoma določena s peščico za slovenske razmere velikih projektov TNN²⁷, ki so praviloma zrasli iz prejšnjega sodelovanja med tujim investitorjem in slovenskim podjetjem. Tuje investitorje v Sloveniji je do sedaj veliko bolj pritegovala »privlačnost« posameznih slovenskih podjetij oziroma njihove specifične individualne konkurenčne prednosti kot pa »privlačnost« posameznih dejavnosti kot takih, ali Slovenije kot investicijske lokacije.

4.2.3 Primerjava variabilnosti TPN in TNN

Kot že omenjeno (glej poglavje 2.2.1.3), obstaja več aspektov razlikovanja med TPN in TNN. Na tem mestu pa me zanima predvsem stanovitnost oziroma nestanovitnost kapitalskih tokov. Gre torej za delitev ne »začasne« in »kontinuirane« kapitalске premike. Glavna ideja ločevanja je v povratnosti tokov, obstaja namreč tveganje, da se bodo določeni začasni dejavniki, ki so privabili kapital, oslabili in kapital bo začel odtekat. Mnogi avtorji

²⁷ TNN v Sloveniji so skoncentrirane na nekaj več kot ducat največjih projektov TNN v glavnem z evropskimi MNP. Na področju predelovalne dejavnosti gre predvsem za investicije Renaulta (Francija) v avtomobilski industriji, Meyr Melnhofa in Brigl&Bergmeistera (Avstrija) v papirni industriji, E.G.O. (Švica), Siemens (Nemčija) in Kirkwood Industries (ZDA) v proizvodnji električnih strojev in naprav, Reemtsme (Nemčija) in Seite (Francija) v tobačni industriji, Henkla (Avstrija) v kemični industriji, Goodyearja (ZDA) v proizvodnji avtomobilskih gum. V trgovini so tu še Interspar (Avstrija), Porsche (Nemčija), Leclerc (Francija), v finančnem posredništvu pa nekaj avstrijskih bank in francoska Societe Generale (Rojec&Stanojevič, 2001, str. 9).

povezujejo ta vidik z verjetnostjo nastanka kriz; zaradi vsebinske omejitve pa se bom vplivu tokov kapitala na finančne krize izognila²⁸.

Prevladujoč pogled pravi, da so TNN in dolgoročna posojila bolj stabilne v primerjavi z ostalimi tokovi, saj sredstva, vložena pretežno v fiksno premoženje, ne morejo zapustiti države (Griffith-Jones, 1998, str. 34-35). Naložbe v vrednostne papirje pa so po drugi strani bolj občutljive na ciklične faktorje kot so kratkoročne spremembe v mednarodnih obrestnih merah. Pri TPN investitor lažje, hitreje in z manjšo izgubo proda svoje vrednostne papirje kot pa investitor proda svojo neposredno naložbo.

Torej že sami vzroki, pogojujejo stanovitnost tuje naložbe. Pri portfeljskih naložbah igrajo glavno vlogo vzroki, ki so po svoji naravi spremenljivi in narekujejo prilagodljivo obnašanje portfeljskih naložb. Vzroki za neposredne naložbe pa so mnogo bolj stanovitni kar posledično pripelje do tega, da pri TNN ni zaznati velikih cikličnih nihanj.

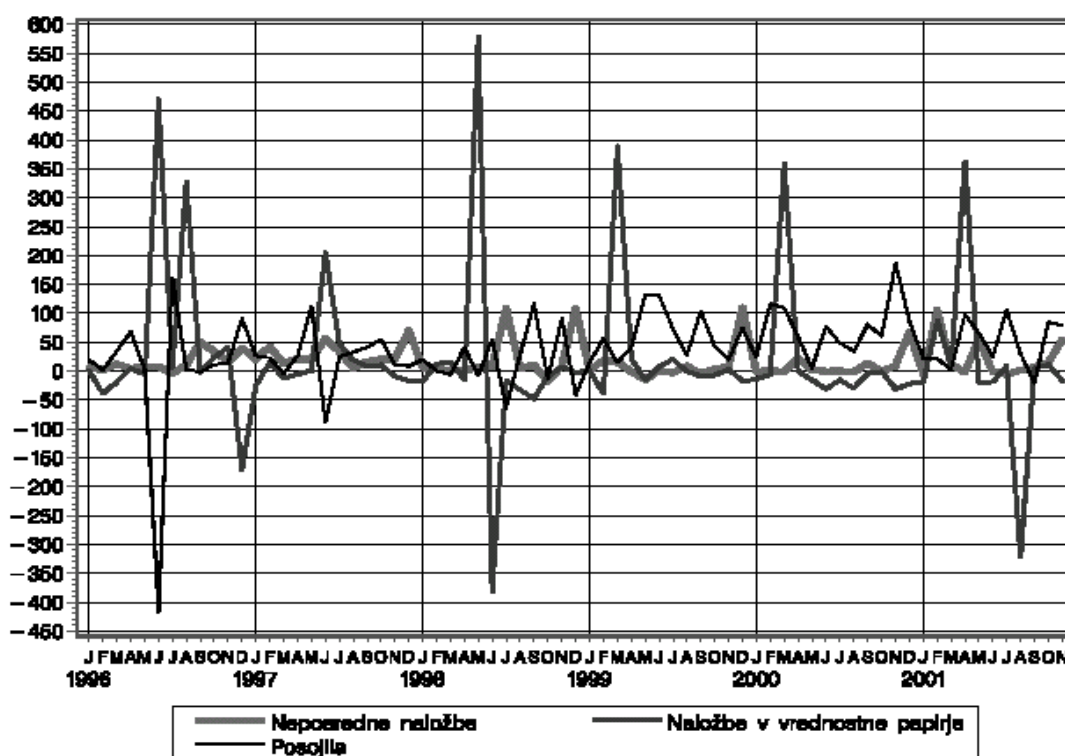
Tudi motiv investitorja določa stanovitnosti kapitalskih naložb. Investitor, ki se odloča za TPN, stremi po čim večji donosnosti. Le-ta je pogojena z višjim tveganjem naložbe. Po težnji za čim večjim zaslužkom, so dejanja investitorjev lahko zelo nepredvidljiva in sunkovita, tendenca pa bolj kratkoročna in večkrat tudi špekulativna. Odras vsega naštetega pa je večja mobilnost in posledično tudi volatilitnost TPN.

Če gledamo motive, ki se skrivajo v ozadju TNN, je opaziti dolgoročen interes. Investitor namreč vložil kapital v podjetje z namenom da obdrži nadzor nad tem podjetjem. Iz tega sledi da je neposredno odgovoren za finančni rezultat podjetja. Vsekakor tu ne gre za pričakovane kratkoročne profite, temveč je jasno, da se tovrstna investicija povrne v daljšem časovnem obdobju. To dejstvo pogojuje tudi stanje na Sliki 5, kjer gre za razmeroma umirjeno gibanje TNN, brez izraznejših odstopanj od linearne smeri.

Skratka, Slika 5 jasno potrjuje gornje navedbe, saj so amplitude TPN mnogo bolj izrazite od amplitud TNN, kar pomeni da so TPN bolj variabilne v primerjavi z TNN. Skozi celotno obdobje 1996-2001 je tendenca gibanja TNN mnogo bolj »umirjena« v primerjavi z gibanjem TPN.

²⁸ Frankel in Rose sta s svojo analizo v letu 1996 prišla do pomembnega sklepa (Griffith-Jones, 1998, str.37). Čim večji je delež neposrednih naložb v strukturi tokov kapitala, tem manjša je verjetnost, da bo država prejemnica utrpela plačilnobilančno krizo. Ta analiza ne samo podpira prevladujoč pogled, da temperatura tokov variira glede na kategorijo toka, ampak jo tudi neposredno povezuje z verjetnosjo nastanka krize (več o tem glej Griffith-Jones, 1998).

Slika 5: Tuje neposredne in portfeljske naložbe ter posojila v Slovenijo v letih 1996-2001



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2001.

[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/bilteni/bil2001_12.pdf], 17.12.2002.

Na koncu pa lahko te ugotovitve podkrepim tudi z izračunom standardnega odklona, kot mere variabilnosti, po posameznih oblikah naložb. Rezultat je enak pričakovanjem; standardni odklon TNN izračunan na osnovi letnih podatkov znaša 71,70, medtem ko za TPN velja 199,71, kar pomeni, da so bile TPN v izbranem obdobju 1992-2001 skoraj trikrat bolj variabilne kot TNN v istem časovnem razdobju²⁹ (izračun, glej Priloga 7). Variabilnost pa je še bolj izrazita, v kolikor upoštevamo mesečne podatke TPN in TNN. V primerjavo sem vključila pritoke TNN in TPN v letih 1998-2001. Kot je razvidno iz Tabele 4, je v vseh opazovanih letih standardni odklon TPN bistveno višji od standardnega odklona TNN.

Tabela 4: Standardni odkloni TPN in TNN v letih 1998-2001, izračunani na podlagi mesečnih podatkov

Leto	1998	1999	2000	2001
TPN	188,08	108,08	104,13	142,14
TNN	29,63	27,77	28,27	37,44

Vir: Lasten izračun (glej Priloge 8).

²⁹Na primeru Mehike, Argentine in Brazilije, v treh različnih obdobjih, je Cailloux je prišel do podobnih ugotovitev. Ugotovil je da so koeficienti variacije višji v primeru portfeljskih tokov. V večini primerov so višji za približno trikrat (Griffith-Jones, 1998, str. 37).

Na podlagi vsega povedanega torej lahko zaključim, da je tako letna, še bolj pa mesečna variabilnost TPN opazno višja od variabilnosti TNN. Zaključki so torej tudi za Slovenijo skladni s pričakovanji in zgoraj omenjenimi teoretskimi dognanji.

4.3 Determinante in učinki naložbenih tokov za Slovenijo

Slovenija v zadnjem času daje večji poudarek ustvarjanju bolj zrelega in gospodarstvu primerne pristopa do tujih investicij, ustrezne zakonodaje, organiziranosti in politike na tem področju. Investicijske povezave Slovenije s tujino niso zgolj aktualno ekonomsko – politično vprašanje. So eden ključnih faktorjev gospodarske rasti in razvoja v prihodnjih letih, posledice tujih naložb pa so vidne že sedaj.

Kot posledica so se povečale dolgoročne stopnje donosa individualnih naložb, lažji dostop za tuje investitorje pa je že sam po sebi povečal prilive kapitala. Izboljšanje stopnje donosa in zmanjšanje tveganja v gospodarstvih manj razvitih držav je spodbudilo prilive kapitala. V okviru procesov liberalizacije so prilive kapitala spodbudili tudi procesi privatizacije. Posledice sprememb je opaziti tudi na izboljššanem dostopu teh držav do mednarodnih finančnih trgov (Bukatarevič, 1998, str. 25).

4.3.1 Determinante TPN

Za Slovenijo, kot tudi ostale države vzhodne Evrope so bile najpomembnejši notranji dejavnik strukturne reforme v državah. Prehod v tržno gospodarstvo in demokratizacija sta bila osnovna pogoja za tujim investitorjem zanimivo okolje. S privatizacijo so se na borzah pojavile delnice privatiziranih podjetij, kar je osnova za same portfeljske investicije.

Tabela 5: Mednarodni ratingi nekaterih držav

	Moody's (2000)	S&P (2000)	ICRG (1999)	Ocena institucionalnih investitorjev (1999)
Slovenija	A3	A	78,0	61,2
Češka	Baa1	A-	74,5	59,1
Madžarska	Baa1	BBB	74,5	57,5
Poljska	Baa1	BBB	74,8	57,5

Vir: Deželno tveganje, 2000.

[URL: <http://www.sigov.si/zmar/projekti/arr/ind/dtveg.pdf>], 23.12.2002.

Za posameznega investitorja bi bilo predrago in zato nesmiselno analizirati vse dejavnike, ki vplivajo na rizičnost posamezne države. Zato so se razvile različne ocenjevalne agencije (glej Tabela 5), ki spremljajo in analizirajo stanje v državah, ocenjujejo pa tudi pomembne vrednostne papirje, banke in kreditno sposobnost držav, bank in podjetij. Med najbolj znanimi

ocenjevalnimi agencijami so Moody`s, Standard&Poor`s in Fitch IBCA. Njihove ocene³⁰ imajo velik pomen na mednarodnih trgih kapitala.

Kar se tiče ocene konkurenčnosti Slovenije, glede privlačnosti za tuje investitorje, bi izpostavila še dva vidika. In sicer:

- deželno tveganje po Euromoneyu³¹;

Če je bilo temeljno sporočilo jesenskega deželnega tveganja (še pred 11.septembrom 2001), da je položaj na lestvici odvisen pretežno od domačega dogajanja in vladnih odzivov na »motnje« rastočih cen nafte, poslabšanje na finančnih trgih in soočanje z globalizacijo, pa pomladanska ocena deželnega tveganja vsaj kratkoročno opozarja na resne in velike učinke poslabšanja poslovnega zaupanja. Glavni vzrok, da je Slovenija v razvrstitvi padla z 31. na 33. mesto Euromoney pripisuje slabši oceni političnega tveganja, v manjši meri pa je padec po lestvici navzdol tudi posledica indikatorjev dolga. Če bi Slovenija marca 2002 ohranila oceni omenjenih komponent deželnega tveganja, ki ju je pridobila jeseni 2001, bi se ravno še uvrstila v tretjo deseterico (Ekonomsko ogledalo, 2001, str. 8).

- in Country Profile Slovenia;

Po podatkih iz Tabele 5, bi bila lahko Slovenija deležna največjega deleža TPN, a temu ni tako. Eden izmed razlogov je gotovo v neselekciranju tujih portfeljskih investitorjev med različnimi trgi manj razvitih držav; Slovenijo definirajo v sklopu Vzhodne Evrope in ne samostojno, vlogo pa igra tudi majhnost slovenskega trga (nerazpoznavnost). Sicer pa ima Slovenija kar nekaj dejavnikov, ki jo zaznamujejo kot dobro investicijsko lokacijo:

- Slovenija vodi politiko stabilizacije, liberalizacije in reform od neodvisnosti dalje ter vključuje ukrepe za preusmeritev in liberalizacijo trgovine, brzdane inflacije ter povečevanje vloge zasebnega sektorja v slovenskem gospodarstvu,
- doseženi so ugodni ekonomski kazalci: v drugi polovici devetdesetih je bila dosežena 3-4 odstotna letna rast BDP, relativno nizka inflacija (9-10%), manjši presežek tekočega računa, nizka zadolženost v tujini (22% BDP) in zadovoljiva stopnja rezerv,
- cene delnic lastninsko preoblikovanih podjetij so relativno nizke, saj se ponudba le-teh na sekundarnem trgu kapitala povečuje, TPN pa je v preteklosti relativno malo.

³⁰ Gre za oceno tveganja dolgoročne zadolženosti države v tuji valuti. Ocene agencije Moody`s variirajo od Aaa za najmanjše do C za največje tveganje. Podobno variirajo tudi ocene Standard&Poor`s in sicer od AAA do CC. ICRG (International Country Risk Guide) zbira informacije o 22 področjih tveganja na treh področjih (političnem, finančnem in ekonomskem). Ocena institucioanalnih investitorjev se izračuna na podlagi informacij zbranih od vodilnih mednarodnih bank (Deželno tveganje, 2000).

³¹ Če je bilo temeljno sporočilo jesenskega deželnega tveganja (še pred 11.septembrom 2001), da je položaj na lestvici odvisen pretežno od domačega dogajanja in vladnih odzivov na »motnje« rastočih cen nafte, poslabšanje na finančnih trgih in soočanje z globalizacijo, pa pomladanska ocena deželnega tveganja vsaj kratkoročno opozarja na resne in velike učinke poslabšanja poslovnega zaupanja.

Tabela 6: Country Profile Slovenia 2001

Politični vidik:
Ekonomska in politična stabilnost, ki se kaže tudi v visokih mednarodnih ocenah
Gospodarstvo:
dobro razvito gospodarstvo
tehnološko napredno gospodarstvo
dolga zgodovina izvrstnih trgovinskih odnosov in stikov z državami EU in CEFTA
liberalni trgovinski režim
Infrastruktura:
Vodilni položaj v središču Evrope, z dobrimi transportnimi in teelekomunikacijskimi
dobre transportne in teelekomunikacijske povezave
lahak dostop do trgov EU in CEE
Delovna sila:
Izobražena, fleksibilna in stroškovno učinkovita delovna sila
Članstvo v mednarodnih organizacijah:
Slovenija je članica WTO in CEFTA
ima podpisane trgovinske sporazume z EFTA

Vir: povzeto po Country Profile Slovenia- EIC Network Working Group "Market Access" 2001.

[URL:<http://europa.eu.int/comm/enterprise/networks/eic/pdf/profile-slovenia.pdf>],
13.11.2002.

Na tuje naložbe v Slovenijo negativno vplivajo:

- neodločna in nejasna opredelitev ekonomske politike do tujih naložb. V Sloveniji obstajajo zelo različna mnenja o tujih naložbah. Nekateri menijo, da pri pritokih tujega kapitala v Slovenijo ne gre za nič drugega kot za življenje Slovencev na tuj račun in da ti pritoki podaljšujejo varljivo zgodbo o uspehu (Mencinger, 1997, str. 1). Drugi so mnenja, da bodo tujci pokupili Slovence, verjetno zaradi majhnosti slovenske populacije in slabih izkušenj iz zgodovine. Ekonomski in pravni okvir še nista dograjena (Rojec, 1994, str. 145), nedokončana privatizacija, kjer izrazito prevladuje notranji odkup, kar pomeni, da so lastniške deleže kupili predvsem uprava, zaposleni in njihove družine. To pa je ohranilo stare navade in stare podjetniške strukture. Zato notranji lastniki velikokrat onemogočajo poskuse odkupov delnic podjetij s strani tujih investorjev, ker se bojijo, da bi izgubili nadzor,
- nerazvit trg kapitala.

Kot gostiteljica tujih naložb ima Slovenija kar nekaj prednosti pred konkurenčnimi državami. Glavne tekmice so nekdanje socialistične države, kajti delež naložb, ki so jih investitorji

pripravljeni vložiti v te države predstavlja v bistvu ostanek sredstev po tem, ko so zadovoljene naložbene potrebe v državah, katerih naložbene možnosti so najkakovostnejše. Velikost deleža tujih naložb, ki ga bo pridobila Slovenija od svetovnih tokov kapital, pa je odvisen od dinamike preoblikovanja in politike do tujih vlaganj (Torkar, 2001, str. 17-18).

Prednost Slovenije je predvsem ta, da je v očeh tujcev še vedno v veliki meri most med vzhodom in zahodom. V teh okoliščinah lahko izkoristi prednosti gospodarske rasti v Zahodni Evropi, kakršna je bila v preteklih letih, poleg tega pa lahko izkoristi tudi hitro gospodarsko rast, ki se pričakuje na Balkanu in v Rusiji.

Pot do tega ni lahka, je pa potrebno storiti nekaj očitnih korakov. Prva in osnovna naloga je obveščena tujih upravljalcev skladov in analitikov. Celotno marketinško kampanjo je potrebno narediti sistematično in v dogovoru z vsemi akterji na Ljubljanski borzi, v projekte promocije delnic pa bi se morala aktivneje vključiti tudi podjetja sama. Delnica je trgovsko blago, ki ga je treba prodati. Tujim upravljalcem skladov in analitikom je treba neprestano sporočati kaj se dogaja na trgu ter kdaj in v kolikšni meri lahko pričakujemo kapitalske oziroma dividendne dobičke. Kontinuiteta je pri tem nujno potrebna, saj le z nenehnim stikom in obveščeno dobijo tuji upravljalci skladov zaupanje in pripravljenost investirati v določeno področje ali državo (Kavšek, 2001, str. 18-19).

Slovenija je zanimiva za tuje investitorje. Odprava omejitev bo pozitivno učinkovala predvsem srednje oziroma dolgoročno, saj se bodo tuji investitorji šele po nekaj letih končno spet začeli zanimati za slovenski trg kapitala. Vendar pa tuji analitiki opozarjajo, da bo država morala še veliko postoriti, da izboljša vtis zaprte države. Glavni oviri za oživitev Ljubljanske borze bosta predvsem majhnost našega trga in ostra konkurenca privlačnih trgov v naši soseščini.

4.3.2 Determinante TNN

Tuji investitorji v Sloveniji gledajo na naš trg z dveh različnih, vendar pogosto medsebojno povezanih vidikov – ustanoviti enoto tuje investicije, ki bo (a) proizvajala za lokalni trg in/ali (b) pospeševala izvoz tujega matičnega podjetja/partnerja v Slovenijo. Navkljub dominaciji motiva lokalnega trga tuji investitorji načeloma ne sledijo le enemu motivu, temveč imajo večciljni pristop do svojih neposrednih investicij v Sloveniji. Ta tendenca³² je bila v precejšnji meri posledica negotovega in nestabilnega pravnega in ekonomskega okvira v Sloveniji. Ob motivu lokalnega trga lahko ostale glavne motive razvrstimo v naslednje skupine (Rojec, 1993, str. 136-137):

- motivi povezani z inputi/stroški (nižji proizvodni stroški v Sloveniji, dober visokokvalificiran kader slovenskega partnerja),
- povečanje profitov,

³² Ki jo je že leta 1982 opazil Arstisien (1982).

- izvoz za tretje (vstop na vzhodnoevropske trge in uporabiti Slovenijo kot most za te trge),
- ekspanzija, rast (povečanje proizvodnje/prodaje/izvoza in uvoza, intenziviranje poslovnih stikov, pridobitev novih proizvodnih zmogljivosti),
- razvijanje/nadaljevanje/razširjanje/intenzifikacija uspešnega sodelovanja med partnerjema.

Tabela 7: Motivi tujih investitorjev v Sloveniji

Motiv	% PTK, ki so navedla posamezen motiv ¹
Dostop do slovenskega trga	41,5
Dostop do drugih trgov	26,3
Tehnologija in know-how	29,8
Kvaliteta dela	26,9
Finančna udeležba slovenske strani	25,1
Znana blagovna znamka	17,0
Preskrba z materialom in deli	10,5
Nizki stroški dela	1,8
Akvizicija podjetja v postopku stečaja	1,8
Ostalo	7,0

Vir: Rojec&Stanojevič, 2001, str. 11.

Opomba: ¹ Na vprašanje je odgovorilo 183 tujih investitorjev. Vsak vprašani je lahko navedel več motivov.

Najpomembnejši razlog za izbiro Slovenije je podjetniško specifičnega značaja. To je kakovost konkretnega slovenskega partnerja (zanesljivost, dobro poslovodstvo in drugi kadri, dobra strokovna znanja, tradicija, dober proizvodni program, izvozna usmerjenost itd.) in dobre izkušnje v predhodnem sodelovanju tujega investitorja s slovenskim partnerjem. Lokacijsko specifične prednosti Slovenije splošnega značaja so šele na drugem mestu.

V večini analiz motivacije tujih investitorjev v Sloveniji se dostop do trga ali povečanje tržnega deleža tradicionalno pojavlja kot najpomembnejši motiv. Vendar pa tuji investitorji običajno navajajo, da imajo ob investiranju v Sloveniji več ciljev (rast, dobičkonosnost, povečanje izvoza v Slovenijo itd.).

Tuji investitorji tradicionalno postavljajo med pomembne motive investiranja v Slovenijo znižanje proizvodnih stroškov in vzpostavitev izvozne baze za tretje države. Zadnja razpoložljiva analiza motivov (Dedek&Novak 1998, povzeto po Rojec&Stanojevič 2001, str. 11), ki temelji na anketiranju 183 tujih investitorjev v Sloveniji, potrjuje gornje ugotovitve (glej Tabela 7).

Dostop do domačega in drugih (predvsem bližnjih) trgov ostaja najpomembnejši motiv, vendar pa se zdi, da skupni pomen ostalih motivov kot so tehnologija in know-how, kvaliteta

dela, znana blagovna znamka in finančna udeležba slovenskega partnerja ter zagotavljanje materiala in delov, ki označujejo na prednostih v faktorskih stroških temelječe TNN, že prevladuje. Kar se samega dejavnika delovne sile tiče, je očitno, da ni nizka cena (le 1,8% vprašanih je navedlo to kot motiv), temveč prej kvaliteta dela (kot motiv je je navedlo 26,9% vprašanih) tista, ki motivira tuje investitorje v Sloveniji.

Detajlnejše analize motivacije in strategije tujih investitorjev v konkretnih primerih važnejših projektov TNNv Sloveniji³³ potrjujejo ugotovitve iz Tabele 7, hkrati pa dajejo bolj poglobljen vpogled v njihova strateška razmišljanja. Analize primerov navajajo tri osnovne zaključke (Rojec&Stanojević, 2001, str. 10-12).

Prvi je, da ima večina analiziranih projektov nekatere tipične skupne značilnosti, in sicer:

- investicije v Sloveniji niso neke osamljene operacije konkretnih tujih investitorjev, temveč se odvijajo v kontekstu internacionalizacije teh tujih investitorjev, ki jo smatrajo kot vedno bolj nujno; relokacija proizvodnje oziroma prestrukturiranje tujega investitorja s TNN v kontekstu globalizacije postaja vse bolj nuja in vse manj vprašanje proste izbire;
- tuji investitorji ne sledijo enemu samemu motivu, temveč načeloma zasledujejo kombinacijo tržnih, stroškovnih in strateških motivov;
- cenejša delovna sila je pomemben motiv, vendar je poudarek vedno na ugodni ceni (visoko) kvalificiranega dela;
- dobra priložnost, še posebej možnost kupiti podjetje v procesu privatizacije³⁴ in dobro predhodno sodelovanje v skupni naložbi so pomembne determinante odločitve tujega investitorja.

Drugi zaključek je, da kljub pomenu domačega (nekdanjega jugoslovanskega) trga kot motiva, v Sloveniji prevladuje motiv prednosti v faktorskih stroških.

Tretji zaključek pa je, da pri TNN, ki temeljijo na prednostih v faktorskih stroških, lahko razlikujemo med tremi vrstami TNN, namreč med TNN:

- ki pomenijo relokacijo obstoječih zmogljivosti iz države investitorice ali konsolidacijo obstoječih nedobičkonosnih lokacij,
- ki predstavljajo alternativo investiranju v državi investitorici,
- pri katerih je začetno tržno motivacijo, zaradi razpada nekdanjega jugoslovanskega trga bolj ali manj zamenjala stroškovna motivacija.

Konkurenčnost Slovenije kot lokacije za TNN je bila v preteklih letih večkrat ocenjena s strani pristojnih domačih institucij, kakor tudi s strani tujih svetovalnih organizacij. AGPTI je

³³ Gre za analize Saturnusa, Avtoopreme, Yulona, Danfoss Compressors, MGA Nazarje, Papirnice Količevo, Iskratela, Tobačne Ljubljana in Revoza (glej Rojec&Stanojević 2001).

³⁴ Načeloma je akvizicija precej cenejša rešitev kot tuja nova investicija.

v letu 1998 pripravil analizo z naslovom »Informacija o stanju TNN v Sloveniji, ter o možnostih za izboljšanje položaja Slovenije kot lokacije za TNN«, ki jo je obravnavala tudi Vlada RS.

Ob koncu istega leta je na osnovi pobude takratnega Ministrstva za ekonomske odnose in razvoj FIAS, skupna institucija Svetovne banke in Mednarodne finančne korporacije, pripravila študijo »Promoviranje tujih neposrednih in TNN investicij v Sloveniji«, kjer je jasno opredelila prednosti in slabosti Slovenije kot lokacije za TNN ter potrebne korake za izboljšanje pozicije.

Oceno konkurenčnosti Slovenije z vidika TNN je prispevalo tudi svetovalno podjetje Trade Development Institute (TDI), ki je nudilo strokovno pomoč in podporo UGPTI pri opredelitvi institucionalnega okvira delovanja, definiranju vsebinskih in programskih rešitev ter povečanju promocije Slovenije. Med ugotovitvami in posledično zaključki omenjenih študij oziroma analiz praktično ni vsebinskih razlik. Bistvene prednosti so: geografska lokacija, tehnološko razvita industrija, izobražena delovna sila, visok življenjski standard, stabilna in odprta ekonomija, liberalen trgovinski režim.

4.4 Posledice kapitalskih prilivov iz naslova TPN in TNN v Slovenijo

»Doseganje gospodarske rasti posameznega gospodarstva je povezano z vključenostjo v mednarodne gospodarske tokove, ki jih danes opredeljuje globalizacija. To še dodatno velja za slovensko gospodarstvo, ki je na podlagi svoje geografske majhnosti in pretežnega pomanjkanja pomembnih gospodarskih virov primorano k odprtosti v smislu izmenjave ljudi, kapitala in dobrin z drugimi narodnimi gospodarstvi« (Kovačič, Kunstič, 2000, str. 521).

Slovenija s tujimi finančnimi pritoki pridobiva:

- vključitev v mednarodne gospodarske tokove,
- komunikacijo s tujimi trgi,
- izvoz znanja in lastnih blagovnih znamk,
- večji poudarek na razvijanju kakovosti,
- nova delovna mesta,
- povečanje izvoza,
- nove tehnologije in
- nova znanja.

Med pomembnejše koristi večjih pritokov kapitala v Slovenijo se prišteva tudi umirjanje zunanjih pritiskov, zniževanje obrestnih mer, večje in bolj optimalno alocirane investicije in gospodarska rast (Bole, 2000, str. 38).

Sicer pa so se tudi za Slovenijo statistično korektno potrdili stroški velikih finančnih pritokov, ki so znani iz teorije in tujih izkušenj³⁵. Kljub trajnemu interveniranju so veliki pritoki do leta 1997³⁶ vztrajno pritiskali na realno apreciacijo deviznega tečaja, povečevali tekoče trošenje in zniževali varčevanje prebivalstva, kratkoročni tokovi pa so povečali tudi obrestne mere³⁷.

Da bi nevtralizirali stroške zaradi večjih pritokov iz tujine, bi bila prva najboljša rešitev restrukturiranje trga dela (v smeri večje fleksibilnosti trga dela) in bančnega posredovanja posojilnih skladov (da bodo bolje obravnavani ustrezni riziki) ter obvladljivost trošenja javnofinančnega sektorja (predvsem večja fleksibilnost trošenja).

Slovenija se zaradi obstoječih mikrodistorzij (kot npr. veliki stroški dela in prelivanje pritiskov na plače med sektorji, majhna globina bančnega poslovanja, ohlapni kreditni postopki in kratek horizont poslovne politike bank, vztrajno povečanje »trošenja brez odločanja«, slabšanje strukture javnofinančnega trošenja v korist plač in transferjev itd.) poslužuje druge najboljše rešitve, torej začasnih posegov ekonomske politike in v manjši meri še omejitvev na kapitalske pritoke.

5 Sklep

Strukturne spremembe v svetu, preoblikovanje svetovnega političnega in ekonomskega zemljevida, globalizacija in regionalizacija mednarodnega gospodarstva - to so dejavniki, ki od države, kateri sta bila v preteklosti domača protekcionizem in avtarkija, zahtevajo fleksibilnost in liberalno obnašanje. Kako uspešna je Slovenija v tej novi vlogi, kakšni so pravzaprav vzroki, ki privabljajo tuj kapital k nam in seveda v končni instanci učinki, katerih odtise puščajo za seboj tuje naložbe, vse to me je vodilo pri pisanju tega diplomskega dela.

Kar se tiče sproščanja kapitalskih tokov lahko strnem, da stanje še ni na nivoju, ki se za nas zahteva. Po osamosvojitvi je bila slovenska zakonodaja sicer precej bolj toga in tujim naložbam nenaklonjena, v zadnjih letih pa težnja po liberalizaciji spreminja sliko naložbenih tokov v Sloveniji. Velik korak naprej je bil dosežen s sprejetjem Zakona o deviznem poslovanju. Liberalizirane so namreč vse oblike dolgoročnih kapitalskih tokov, kot so neposredne naložbe, kreditni posli s tujino, osebni kapitalski prenosi in nekateri posli z

³⁵ Vpliv pritoka kapitala se lahko pokaže kot (Bole, 2000, str. 38):

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

³⁶ Leta 1998 je namreč pritok deviz zaradi pešanja eksternih dejavnikov postal ekonomsko politično manj pomemben.

³⁷ Ključni razlogi za povečanje pritokov so bili eksterni dejavniki, predvsem razlike v obrestnih merah. Med notranjimi pa učinek stabilizacije, pretirana rast plač in restrukturiranje zunanjega dolga (Bole, 1997, str. 9-10).

vrednostnimi papirji med rezidenti in nerezidenti, še vedno pa se omejujejo kratkoročni in nekateri srednjeročni kapitalski tokovi.

Če se lotimo Slovenije kot prejemnice tujega kapitala, bi lahko zaključili, da ima naša država zadosten potencial za dobro naložbeno lokacijo. Gre namreč za razvito in tehnološko napredno gospodarstvo, z izobraženo in fleksibilno delovno silo, z lego v središču Evrope in lahkim dostopom do trgov EU in CEE, z liberalnim trgovinskim režimom itd. Vsi ti faktorji se izražajo skozi podobo relativno visokih ocen mednarodnih ocenjevalnih agencij, ki so signal za tuje investitorje, pripravljene investirati v tujo državo. V bližini in tradicionalnem močnem ekonomskem sodelovanju z Avstrijo, Nemčijo, Italijo in Francijo, gre iskati razloge za dominacijo omenjenih držav. Če še pogledamo kam je usmerjena glavnina toka teh tujih naložb, ugotovimo, da je relevantno izpostaviti predelovalne dejavnosti in finančno posredništvo. Pri obeh oblikah tujih prilivov, tako TNN kot TPN, nas je analiza pripeljala do sorodnih zaključkov.

Za Slovenijo so prilivi kapitala dobrodošli, saj igrajo učinki pritokov pomembno vlogo pri povečanju ekonomske učinkovitosti. TNN v paketu prinašajo napredno tehnologijo, stabilne finančne vire, upravljavska in tehnična znanja in tako prispevajo k rasti zaposlenosti in dohodka gospodarstva, torej k njenemu razvoju in mednarodni konkurenčnosti. Tudi TPN državam prejemnicam prinašajo koristi, vendar pa predvsem zaradi špekulativne narave teh tokov, kratkoročnega časovnega horizonta investitorja in motiva, ki je zaslužek z naložbo, mnogi preferirajo TNN.

Da je temu tako, je gotovo treba iskati vzroke tudi v razlikah v stanovitnosti med TPN in TNN. Kot predpostavljeno v uvodu te diplomske naloge, tudi empirične raziskave potrjujejo dejstvo, da so TNN bolj stabilne v primerjavi s TPN. Vzroki in motivi namreč opredeljujejo vrsto naložbe; TPN so bolj občutljive na ciklične faktorje, so bolj likvidne in zato tudi mnogo bolj mobilne v primerjavi s TNN, kjer gre za sredstva vložena v fiksno premoženje, ob dolgoročnem motivu investitorja. Variabilnost TPN glede na TNN na primeru Slovenije, izračunana na podlagi letnih podatkov, je namreč skoraj trikrat večja, izračun iz mesečnih podatkov pa izraža še mnogo večjo diferenco.

Če zaključim- Slovenija je atraktivna opcija v očeh tujih investitorjev. Dokončna odprava omejitev in aplikacija programov za spodbujanje tujih investicij v širšem obsegu, bosta nedvomno privabila več tujih naložb, vzbudila večje zanimanje investitorjev za naš trg; na ta način bo tako Slovenija dokončno opravila z očitki o zaprti državi. Kdo ve, morda bo tendenca razvoja dogodkov podobna tisti iz leta 2002; gre za leto, ki bo z zlatimi črkami zapisano v zgodovino dogajanja na slovenskem trgu kapitala. Kakorkoli že, na lovorikah sicer ni pametno počivati, malce optimizma pa vseeno ne škodi.

6 Literatura

1. Bole Velimir: Kapitalski in tekoči račun. Gospodarska gibanja, Ljubljana, marec 2000, 314, str. 37-49.
2. Borak Neven: Kodeksa liberalizacije kapitaljskih gibanj in finančnih storitev. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 7-8, str. 2-7.
3. Bukatarevič Vida: Tuji finančni pritoki v Slovenijo. Prikazi in Analize, Ljubljana, VI (1998), 1, 40 str.
4. Ethier J. Wilfred: Modern International Economics. New York: W.W. Norton&Company, 1988. 556 str.
5. Griffith-Jones Stephany: Global capital flows: Should they be regulated?. New York: Palgrave, 1998. 188 str.
6. Kavšek Drago: V pričakovanju tujega kapitala. Bilten ljubljanske borze, Ljubljana, julij 2001. 28 str.
7. Klarič Nataša: Tuje portfeljske naložbe na slovenskem trgu kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 40 str.
8. Kleindienst Robert: Ali so omejitve portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva?, Okrogla miza Gospodarske zbornice Slovenije. Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije, 2000. 51. str.
9. Kotnik Patricia: Prilivi kapitala: Vzroki, posledice in odzivi ekonomske politike. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 109 str.
10. Kovačič Art, Kunstič Peter: Globalna konkurenčnost slovenskega gospodarstva v povezavi s tokovi neposrednih investicij. Naše gospodarstvo, Maribor 46(2000), 2, str. 521-537.
11. Kranjec Samo: "V tednu po pustnem toroku je bilo grozno." Finance, Ljubljana, 1997, 15, str. 51.
12. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
13. Mathieson Donald J., Rojas-Suarez Liliana: Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues. Washington: IMF, Occasional Paper 1993, 103, 39 str.
14. Mencinger Jože: Tujega kapitala ne potrebujemo, še s svojim ne vemo, kaj početi. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 7-8, str.1.
15. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
16. Rojec Matija: Tuje investicije v slovenski razvoj. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče, 1994. 284 str.
17. Rojec Matija: Neposredne tuje investicije in razvoj Slovenije. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 398 str.
18. Rojec Matija in Stanojević Miroslav: Motivi in strategije tujih investitorjev v Sloveniji. Delovni zvezek. Ljubljana: UMR, 10 (2001),1, 58 str.
19. Savin Davor: Naložbe v tujini. Finance, Ljubljana, 1995, 56, 11 str.
20. Svetličič Marjan: Svetovno podjetje, Ljubljana, 1996. 412 str.
21. Svetličič Marjan: Zlate mreže transnacionalnih podjetij. Ljubljana: Delavska enotnost, 1985. 465 str.

22. Šurk Kokalj Klemen: Tuje portfeljske naložbe v Sloveniji. Diplomsko delo, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 42 str.
23. Torkar Darko: Portfolio naložbe tujcev. Bilten ljubljanske borze, Ljubljana, 1998, 15, 27 str.
24. Torkar Darko: Kapitalski tokovi krepijo gospodarsko rast. Finance, Borzni fokus, Ljubljana, 2001, 166. 32 str.
25. Unkovič Milorad: Međunarodno kretanje kapitala in položaj Jugoslavije. Beograd: Naučna knjiga, 1980. 160 str.

7 Viri

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 7 (1998), 12, 93 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 8 (1999), 12, 95 str.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 9 (2000), 12, 103 str.
4. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 10 (2001), 12, 103 str.
5. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 11 (2002), 12, 105 str.
6. Country Profile Slovenia- EIC Network Working Group "Market Access" 2001. [URL:<http://europa.eu.int/comm/enterprise/networks/eic/pdf/profile-slovenia.pdf>], 14.3.2001.
7. Deželno tveganje. Ljubljana: UMAR, 2000. [URL: <http://www.sigov.si/zmar/projekti/arr/ind/dtveg.pdf>], 23.12.2002.
8. Ekonomsko ogledalo. Ljubljana: UMAR, 7 (2002).
9. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002, 12, 28 str.
10. Interno gradivo Klirinško depotne družbe. 2002.
11. Jesensko poročilo. Ljubljana: UMAR, november 2002, 179. str.
12. Letno poročilo. Leto 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002. 105 str.
13. Neposredne naložbe 1994-2001 [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/nep_nalozbe/nn_1994_2001.pdf], 15.10.2002.
14. World Investment Report 1992: Transnational Corporations as Engines in Growth. New York: Transnational Corporations and Management Division, 356 str.
15. Pogajalsko izhodišče Republike Slovenije za področje 4: prost pretok kapitala. [URL: <http://www.gov.si/ops/slo/index.htm>], 29.3.2001.
16. Pregled gibanj v plačilni bilanci Slovenije, december 2001. [URL: http://www.bsi.si/html/pubcikacije/placilne_bilance/index.html], 13.10.2002
17. Redno poročilo Evropske komisije o napredku Slovenije. EU novice, Ljubljana, 2001, 49, str. 2.
18. World Investment Report. Year 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development. New York: United Nations, 2000. 541 str.
19. World Investment Report. Year 2002: Transnational Corporations and export competitiveness. New York, Geneva: United Nations, 2002. 352 str.
20. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).

PRILOGE

Kazalo prilog:

PRILOGA 1: Omejevanje kapitalskih pretokov v državah v razvoju.....	1
PRILOGA 2: Pogajalska izhodišča RS za področje 4.....	2
PRILOGA 3: TPN po državah-1994-2001	3
PRILOGA 4: TPN po dejavnostih.....	4
PRILOGA 5: TNN po državah-1994-2001	5
PRILOGA 6: TNN po dejavnostih.....	6
PRILOGA 7: Izračun standardnega odklona za TPN in TNN, letnih podatki	7
PRILOGA 8: Izračun standardnega odklona za TPN in TNN, mesečni podatki	8
PRILOGA 9: Plačilne bilance - kapitalski in finančni računi, po letih 1998-2001.....	11
Plačilna bilanca - kapitalski in finančni račun, leto 1998.....	11
Plačilna bilanca - kapitalski in finančni račun, leto 1999.....	12
Plačilna bilanca - kapitalski in finančni račun, leto 2000.....	13
Plačilna bilanca - kapitalski in finančni račun, leto 2001.....	14

PRILOGA 1: Omejevanje kapitalskih tokov v državah v razvoju

Tabela 1: Omejevanje kapitalskih pretokov v 155 državah v razvoju leta 1994

Kategorija omejitev	Število držav, ki uporabljajo omejitve
Katera koli oblika omejitev	119
Obsežne omejitve:	67
- pritokov	67
- odtokov	17
Neposredne tuje investicije:	107
- nerezidenti	84
- rezidenti	35
Repatriacija dobičkov in kapitala po likvidaciji	34
Obdavčitev kapitalskih transakcij	9
Omejitve za podjetja pod nadzorom nerezidentov	6
Portfeljske investicije:	61
- nerezidentov	30
- rezidentov	33
Izdajanje vrednostnih papirjev nerezidentov	15
Izdajanje vrednostnih papirjev rezidentov v tujini	6
Zamenjave dolgov za kapital	2
Finančne transakcije:	78
- nerezidentov	41
- rezidentov	66
Depozit rezidenta za zadolževanje v tujini	2
Depozitni računi:	83
- nerezidentov v tuji valuti	37
- nerezidentov v lokalni valuti	52
- rezidentov v tujini	29
- rezidentov v tuji valuti v domačih bankah	23
Drugi transferji kapitala:	70
- osebni prenosi kapitala	34
- blokirani računi	24
- transakcije z nepremičninami	23
- nerezidentov	30
- rezidentov	

Vir: Borak, 1997, str.15

Priloga 2: Pogajalska izhodišče RS za področje 4

POGAJALSKA IZHODIŠČA ZA PODROČJE 4 – PROST PRETOK KAPITALA

- RS sprejema pravni red EU za področje prostega pretoka kapitala in zanj ne zahteva prehodnih obdobj ali izjem (vodilno izhodišče);
- z odnosu z bodočimi polnopravnimi članicami EU si je Slovenija sprva želela pridržati pravico do uveljavljanja materialne vzajemnosti, če bi katera od teh dobila pravico do prehodnega obdobja ali izjeme glede stopnje liberalizacije prometa z nepremičninami. Vendar pa so to tekom pogajanj l.2001 kot pogoj umaknili;
- Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99) (23.4.1999) z ustreznimi podzakonskimi akti predstavlja podlago za nadaljnjo liberalizacijo kapitalskih tokov;
- RS bo svoj pravni red v celoti prilagodila pravnemu redu EU, vendar postopno ter najkasneje do polnopravnega članstva v EU;
- Slovenija bo sproščala pretok kapitala postopoma oziroma v skladu z domačimi makroekonomskimi razmerami in stabilnostjo domačega finančnega sektorja. Hkrati bo upoštevala stabilnost mednarodnih makroekonomskih razmer in razmer na mednarodnih finančnih trgih. Pri tem bo liberalizirala pretok kapitala v skladu s Pridružitvenim sporazumom, ostale transakcije pa, upoštevajoč zgornje, do vstopa v EU;
- nanašajoč se na prejšnje izhodišče bo Republika Slovenija zahtevala tudi proučitev možnega problema plačilnobilančnih neravnovesij. Do teh bi lahko prišlo ob neskladju med datumom popolne sprostitev pretoka kapitala in datumom vstopa v EU. Zahteva torej ustrezen sistemski mehanizem finančne pomoči, kakršnega so v takih primerih deležne članice Evropske unije;
- med izhodišči je tudi ugotovitev, da Slovenija ne potrebuje novih institucij na področju prostega pretoka kapitala.

Vir: Pogajalsko izhodišče Republike Slovenije za področje 4: prost pretok kapitala.

[URL: <http://www.gov.si/ops/slo/index.htm>], 29.3.2001

PRILOGA 3: TPN v Sloveniji - po državah 1994-2001

Tabela 2: TPN v Sloveniji - po državah 1994-2001

		stanje konec leta v milijonih USD / end-year stock in USD million								
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
826	Velika Britanija	6,9	10,3	32,0	36,1	35,0	38,2	46,2	38,1	United Kingdom
040	Avstrija	5,4	6,0	36,1	47,1	31,2	53,0	39,9	36,2	Austria
840	ZDA	0,1	0,1	4,2	5,7	9,5	12,0	12,7	18,8	USA
191	Hrvaška	13,9	16,9	18,6	20,0	21,5	20,6	14,4	14,9	Croatia
756	Švica	1,4	1,5	7,6	10,0	4,4	2,8	4,2	7,8	Switzerland
442	Luksemburg	-	-	-	-	0,1	0,1	13,0	7,1	Luxembourg
372	Irska	-	-	0,9	1,5	0,8	0,9	4,6	6,8	Ireland
276	Nemčija	1,4	10,2	10,8	12,5	14,6	11,8	10,7	6,3	Germany
438	Liechtenstein	-	-	0,4	1,8	2,6	3,1	3,4	4,2	Liechtenstein
530	Nizozemski Antili	-	-	-	-	2,2	2,8	2,6	3,9	Netherlands Antilles
196	Ciper	0,0	0,0	0,3	1,7	0,8	0,0	0,7	3,3	Cyprus
380	Italija	8,6	9,3	7,8	5,1	4,2	3,3	3,2	3,0	Italy
036	Avstralija	0,0	0,1	0,1	2,4	2,8	2,9	2,8	2,7	Australia
250	Francija	0,1	0,1	0,3	0,4	0,8	0,6	0,2	2,6	France
032	Argentina	-	-	0,0	0,1	0,1	2,6	2,6	2,6	Argentina
807	Makedonija	0,3	0,3	0,6	0,6	0,9	0,9	1,0	1,2	Macedonia
528	Nizozemska	-	-	0,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	Netherlands
124	Kanada	0,2	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0	0,8	0,8	Canada
070	Bosna in Hercegovina	1,8	1,8	1,6	0,9	1,5	1,6	1,0	0,7	Bosnia and Herzegovina
891	Jugoslavija	2,2	2,2	2,0	1,5	2,1	1,8	1,0	0,6	Yugoslavia
092	Deviški otoki	-	-	-	0,2	0,2	1,1	0,4	0,5	Virgin Islands
724	Španija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,2	0,1	Spain
616	Poljska	-	-	-	-	-	0,0	0,1	0,1	Poland
752	Švedska	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	Sweden
392	Japonska	3,1	3,5	3,5	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	Japan
056	Belgija	0,5	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	Belgium
203	Češka republika	-	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-	Czech Republic
300	Grčija	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-	Greece
028	Antigva in Barbuda	-	-	-	0,3	2,4	1,1	1,2	-	Antigua and Barbuda
060	Bermudski otoki	-	-	3,0	0,9	0,1	-	-	-	Bermuda
532	Nizozemski Antili	-	-	2,1	3,4	-	-	-	-	Netherlands Antilles
	Ostalo	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	4,7	Other
	SKUPAJ	45,9	62,7	133,8	156,7	139,4	163,0	167,8	167,9	TOTAL

Vir: Neposredne naložbe 1994- 2001

[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/nep_nalozbe/nn_1994_2001.pdf],15.10.2002

PRILOGA 4: TPN v Sloveniji – po dejavnostih

Tabela 3: TPN v Sloveniji – po dejavnostih 1994 – 2001

	stanje konec leta v milijonih USD / as of end-year stock in USD million								
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
65	84,7	244,8	333,0	308,7	440,1	521,9	686,2	890,8	Financial intermediation, not insur.
74	91,8	152,2	175,3	232,2	243,1	269,8	338,4	357,5	Other business activities
51	90,8	128,1	159,3	201,7	224,6	222,8	257,1	262,9	Wholesale, commission, not motors
24	80,5	116,5	119,3	166,7	224,9	182,4	172,8	190,8	Mfr. chemicals & chemical products
21	120,0	127,5	150,2	127,5	260,0	181,2	178,7	182,6	Mfr. of pulp, paper & paper products
29	82,8	96,4	109,5	120,2	140,7	138,2	144,2	143,5	Mfr. of machinery & equipment nec.
64	1,3	1,1	1,2	1,4	6,9	9,1	14,0	134,7	Post and telecommunications
25	14,9	22,6	24,1	41,9	160,6	150,1	136,4	126,9	Mfr. of rubber & plastic products
34	142,4	138,1	138,9	134,5	188,6	142,6	131,7	111,2	Mfr. of motor vehicles, trailers etc.
50	68,4	61,7	88,9	93,8	113,0	90,6	95,0	109,7	Sale, repair etc. motors; fuel
26	26,7	46,8	50,5	66,6	90,9	87,9	79,5	76,6	Mfr. other non-metal mineral prods
52	37,9	51,8	62,1	82,7	100,0	87,3	86,7	74,6	Retail trade, not motors; repairs
15	15,8	17,5	42,8	43,4	51,3	48,8	41,4	59,9	Mfr. of food products & beverages
27	6,8	10,4	18,7	27,7	41,1	51,4	54,9	58,6	Manufacture of basic metals
31	21,9	29,0	28,1	43,4	59,3	55,6	57,1	56,5	Mfr. of electrical machinery etc. nec.
28	4,6	6,4	9,1	12,9	24,5	30,4	35,2	36,4	Mfr. fabricated metal, not machines
32	14,0	24,8	26,1	25,2	32,1	31,4	31,7	35,5	Mfr. of radio, TV & equipment
17	8,4	30,2	20,2	25,0	29,9	34,9	51,1	30,7	Manufacture of textiles
33	8,6	20,8	21,2	26,0	28,3	29,5	32,8	28,0	Mfr. medical & precision instruments
70	2,0	4,7	7,5	13,7	40,2	38,7	29,7	26,4	Real estate activities
40	296,6	302,7	264,5	225,1	12,0	19,4	17,2	25,2	Electricity, gas, steam & hot water
72	2,4	3,2	10,1	4,8	7,7	14,9	16,7	19,0	Computer and related activities
55	8,6	13,4	4,8	15,3	19,3	17,5	17,5	18,8	Hotels and restaurants
66	10,7	9,2	6,6	8,2	8,8	10,4	10,7	16,0	Insurance, pension not comp. soc. sec.
22	6,8	10,6	13,4	12,5	15,6	13,9	12,8	14,2	Publishing, printing & record media
92	0,2	14,5	21,9	23,1	22,7	20,1	19,1	12,8	Recreational, cultural & sporting
63	9,5	10,1	10,7	39,5	38,1	28,3	28,6	11,3	Support transport; travel agencies
60	7,3	9,1	5,9	5,0	5,7	5,4	7,2	7,3	Land transport; pipelines transport
20	0,5	0,8	7,4	8,6	14,4	13,7	6,0	5,0	Mfr. of wood & wood, cork, etc. goods
36	4,1	4,7	8,1	8,0	47,2	29,5	4,5	4,2	Mfr. of furniture; manufacturing nec.
71	3,8	5,8	3,3	3,2	3,6	3,6	3,7	2,4	Renting equipment without operator
90	2,2	2,9	2,7	2,3	2,7	2,5	2,3	2,1	Refuse disposal, sanitation etc.
35	0,0	0,0	0,1	0,1	1,2	1,4	1,1	1,9	Mfr. of other transport equipment
67	2,7	-4,5	-1,4	-0,4	1,2	0,8	1,1	1,3	Activities aux. to financial interm.
85	0,2	0,2	2,4	1,2	1,2	0,7	1,3	0,9	Health and social work
01	0,3	0,4	0,5	1,7	0,7	0,9	0,5	0,8	Agriculture, hunting and services
80	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	Education
18	4,7	5,2	3,8	2,4	2,7	0,8	0,0	-0,2	Mfr. wearing apparel; dressing fur
73	0,0	0,4	0,4	0,9	0,8	0,7	0,4	-0,3	Research and development
93	1,2	3,9	4,4	4,2	4,5	3,1	1,1	-0,6	Other service activities
45	2,0	2,8	3,4	4,0	4,4	7,6	4,7	-1,1	Construction
Ostalo*	37,8	36,5	38,9	41,7	62,2	82,2	81,4	74,0	Other*
SKUPAJ	1.325,9	1.763,4	1.998,1	2.207,3	2.777,0	2.682,4	2.892,7	3.209,0	TOTAL

Vir: Neposredne naložbe 1994- 2001

[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/nep_nalozbe/nn_1994_2001.pdf], 15.10.2002

PRILOGA 5: TNN v Sloveniji - po državah 1994-2001

Tabela 4: TNN v Sloveniji - po državah 1994-2001

		stanje konec leta v milijonih USD / end-year stock in USD million				
		Skupaj	Lastniški kapital	Terjatve	Obveznosti	
		Total	Equity capital	Claims	Liabilities	
		1=2-3+4	2	3	4	
040	Avstrija	1.526,8	684,4	37,1	879,6	Austria
250	Francija	385,9	352,2	56,1	89,7	France
276	Nemčija	353,9	328,1	52,9	78,7	Germany
380	Italija	202,1	175,5	18,4	45,0	Italy
203	Češka republika	119,6	113,6	1,4	7,3	Czech Republic
528	Nizozemska	115,1	103,3	0,7	12,5	Netherlands
840	ZDA	95,6	91,8	1,7	5,5	USA
826	Velika Britanija	93,4	73,2	2,1	22,3	United Kingdom
756	Švica	90,3	95,7	15,0	9,6	Switzerland
191	Hrvaška	50,5	38,2	3,0	15,2	Croatia
208	Danska	40,5	39,1	0,4	1,9	Denmark
442	Luksemburg	32,2	3,9	-	28,3	Luxembourg
438	Liechtenstein	14,4	7,5	0,6	7,5	Liechtenstein
060	Bermudski otoki	12,5	12,5	-	-	Bermuda
196	Ciper	12,2	7,0	0,0	5,3	Cyprus
070	Bosna in Hercegovina	11,7	12,7	1,2	0,2	Bosnia and Herzegovina
752	Švedska	10,2	6,5	0,3	4,0	Sweden
348	Madžarska	9,9	8,9	0,9	1,9	Hungary
036	Avstralija	9,7	9,7	-	-	Australia
056	Belgija	7,8	7,4	1,5	1,8	Belgium
392	Japonska	4,8	1,4	0,0	3,4	Japan
092	Deviški otoki	3,7	3,1	0,6	1,1	Virgin Islands
372	Irska	2,2	1,3	0,3	1,1	Ireland
028	Antigva in Barbuda	1,9	1,9	-	-	Antigua and Barbuda
591	Panama	1,9	1,5	-	0,3	Panama
792	Turčija	1,1	1,2	0,2	-	Turkey
356	Indija	1,0	1,0	-	0,0	India
344	Hongkong	0,8	0,8	-	-	Hongkong
100	Bolgarija	0,6	0,0	0,1	0,6	Bulgaria
682	Saudova Arabija	0,4	0,4	-	-	Saudi Arabia
804	Ukrajina	0,3	0,2	-	0,1	Ukraine
044	Bahami	0,3	0,3	0,0	-	Bahamas
616	Poljska	0,3	0,3	1,0	1,0	Poland
807	Makedonija	0,2	0,7	0,6	0,0	Macedonia
702	Singapur	0,1	-0,3	0,0	0,5	Singapore
674	San Marino	0,1	0,1	-	-	San Marino
428	Latvija	0,1	0,1	-	-	Latvia
480	Mauritius	0,1	0,1	-	-	Mauritius
124	Kanada	0,0	0,2	0,2	-	Canada
724	Španija	-0,1	0,0	0,1	0,0	Spain
376	Izrael	-0,1	0,0	0,1	0,0	Israel
858	Urugvaj	-0,1	-0,1	-	-	Uruguay
578	Norveška	-0,1	0,0	0,1	-	Norway
642	Romunija	-0,2	0,0	0,2	0,0	Romania
620	Portugalska	-0,4	0,0	0,5	0,1	Portugal
246	Finska	-0,6	-0,7	0,0	0,2	Finland
891	Jugoslavija	-1,6	0,1	1,6	0,0	Yugoslavia
643	Ruska federacija	-1,9	0,5	2,9	0,5	Russian Federation
	Ostalo	0,1	0,1	0,0	0,0	Other
	SKUPAJ	3.209,0	2.185,6	201,8	1.225,2	TOTAL

Vir: Neposredne naložbe 1994- 2001

[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/nep_nalozbe/nn_1994_2001.pdf],15.10.2002

PRILOGA 6: TNN v Sloveniji – po dejavnostih

Tabela 5: TNN v Sloveniji – po dejavnostih 1994 – 2001

		stanje konec leta v milijonih USD / as of end-year stock in USD million								
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
65	Fin. posred. brez zavarovalništva, skladov	84,7	244,8	333,0	308,7	440,1	521,9	686,2	890,8	Financial intermediation, not insur.
74	Druge poslovne dej.	91,8	152,2	175,3	232,2	243,1	269,8	338,4	357,5	Other business activities
51	Posredništvo, trg. na debelo, brez vozil	90,8	128,1	159,3	201,7	224,6	222,8	257,1	262,9	Wholesale, commission, not motors
24	Pro. kemikalij, kemičnih izd., umetnih vl.	80,5	116,5	119,3	166,7	224,9	182,4	172,8	190,8	Mfr. chemicals & chemical products
21	Pro. vlaknin, papirja ter izd. iz njih	120,0	127,5	150,2	127,5	260,0	181,2	178,7	182,6	Mfr. of pulp, paper & paper products
29	Pro. strojev in naprav	82,8	96,4	109,5	120,2	140,7	138,2	144,2	143,5	Mfr. of machinery & equipment nec.
64	Pošta in telekomunikacije	1,3	1,1	1,2	1,4	6,9	9,1	14,0	134,7	Post and telecommunications
25	Pro. izd. iz gume in plastičnih mas	14,9	22,6	24,1	41,9	160,6	150,1	136,4	126,9	Mfr. of rubber & plastic products
34	Pro. mot. vozil, prikolic, polprikolic	142,4	138,1	138,9	134,5	188,6	142,6	131,7	111,2	Mfr. of motor vehicles, trailers etc.
50	Poprav., trg. z mot. vozili, gorivi	68,4	61,7	88,9	93,8	113,0	90,6	95,0	109,7	Sale, repair etc. motors; fuel
26	Pro. dr. nekovinskih mineralnih izd.	26,7	46,8	50,5	66,6	90,9	87,9	79,5	76,6	Mfr. other non-metal mineral prods
52	Trg. na drobno brez mot. vozil, poprav. izd.	37,9	51,8	62,1	82,7	100,0	87,3	86,7	74,6	Retail trade, not motors; repairs
15	Pro. hrane, pijač, krmil	15,8	17,5	42,8	43,4	51,3	48,8	41,4	59,9	Mfr. of food products & beverages
27	Pro. kovin	6,8	10,4	18,7	27,7	41,1	51,4	54,9	58,6	Manufacture of basic metals
31	Pro. el. strojev, aparatov	21,9	29,0	28,1	43,4	59,3	55,6	57,1	56,5	Mfr. of electrical machinery etc. nec.
28	Pro. kovinskih izd. brez strojev, naprav	4,6	6,4	9,1	12,9	24,5	30,4	35,2	36,4	Mfr. fabricated metal, not machines
32	Pro. RTV, komunikacijskih aparatov, opreme	14,0	24,8	26,1	25,2	32,1	31,4	31,7	35,5	Mfr. of radio, TV & equipment
17	Pro. tekstilij	8,4	30,2	20,2	25,0	29,9	34,9	51,1	30,7	Manufacture of textiles
33	Pro. medicin., finomehan., optičnih instr.	8,6	20,8	21,2	26,0	28,3	29,5	32,8	28,0	Mfr. medical & precision instruments
70	Poslovanje z nepremičninami	2,0	4,7	7,5	13,7	40,2	38,7	29,7	26,4	Real estate activities
40	Oskrba z el., plinom, paro, toplo vodo	296,6	302,7	264,5	225,1	12,0	19,4	17,2	25,2	Electricity, gas, steam & hot water
72	Obdelava podatkov, s tem povezane dej.	2,4	3,2	10,1	4,8	7,7	14,9	16,7	19,0	Computer and related activities
55	Gostinstvo	8,6	13,4	4,8	15,3	19,3	17,5	17,5	18,8	Hotels and restaurants
66	Zavarovalništvo brez socialnega, skladi	10,7	9,2	6,6	8,2	8,8	10,4	10,7	16,0	Insurance, pension not comp. soc. sec.
22	Založništvo, tiskarstvo	6,8	10,6	13,4	12,5	15,6	13,9	12,8	14,2	Publishing, printing & record media
92	Rekreacijske, kulturne, športne dej.	0,2	14,5	21,9	23,1	22,7	20,1	19,1	12,8	Recreational, cultural & sporting
63	Pomožne prometne dej., turistične org.	9,5	10,1	10,7	39,5	38,1	28,3	28,6	11,3	Support transport; travel agencies
60	Koprenski promet, cevovodni transport	7,3	9,1	5,9	5,0	5,7	5,4	7,2	7,3	Land transport; pipelines transport
20	Obdelava in predelava lesa	0,5	0,8	7,4	8,6	14,4	13,7	6,0	5,0	Mfr. of wood & wood, cork, etc. goods
36	Pro. pohištva, dr. predelovalne dej.	4,1	4,7	8,1	8,0	47,2	29,5	4,5	4,2	Mfr. of furniture; manufacturing nec.
71	Dajanje strojev, opreme v najem	3,8	5,8	3,3	3,2	3,6	3,6	3,7	2,4	Renting equipment without operator
90	Stor. javne higiene	2,2	2,9	2,7	2,3	2,7	2,5	2,3	2,1	Refuse disposal, sanitation etc.
35	Pro. dr. vozil, plovil	0,0	0,0	0,1	0,1	1,2	1,4	1,1	1,9	Mfr. of other transport equipment
67	Pomožne dej. v fin. posred.	2,7	-4,5	-1,4	-0,4	1,2	0,8	1,1	1,3	Activities aux. to financial interm.
85	Zdravstvo, socialno varstvo	0,2	0,2	2,4	1,2	1,2	0,7	1,3	0,9	Health and social work
01	Kmetijstvo, lov, stor.	0,3	0,4	0,5	1,7	0,7	0,9	0,5	0,8	Agriculture, hunting and services
80	Izobraževanje	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	Education
18	Pro. oblačil; strojerje, dodelava kzna	4,7	5,2	3,8	2,4	2,7	0,8	0,0	-0,2	Mfr. wearing apparel; dressing fur
73	Raziskovanje in razvoj	0,0	0,4	0,4	0,9	0,8	0,7	0,4	-0,3	Research and development
93	Dr. storitvene dej.	1,2	3,9	4,4	4,2	4,5	3,1	1,1	-0,6	Other service activities
45	Gradbeništvo	2,0	2,8	3,4	4,0	4,4	7,6	4,7	-1,1	Construction
	Ostalo*	37,8	36,5	38,9	41,7	62,2	82,2	81,4	74,0	Other*
SKUPAJ		1.325,9	1.763,4	1.998,1	2.207,3	2.777,0	2.682,4	2.892,7	3.209,0	TOTAL

Vir: Neposredne naložbe 1994- 2001

[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/nep_nalozbe/nn_1994_2001.pdf], 15.10.2002

PRILOGA 7: Izračun standardnega odklona za TPN in TNN, iz letnih podatkov

Izračun standardnega odklona kot mere variabilnosti, letni podatki

(Vir podatkov: Tabela 9)

Izračun aritmetične sredine

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X}{n}$$

TNN:

$$\bar{X} = \frac{1802,8}{10} = 180,28$$

TPN:

$$\bar{X} = \frac{1488,9}{10} = 148,89$$

Izračun variance

$$\text{Var}(x) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2$$

TNN:

$$\text{Var}(x) = 1/10 * ((112,9-180,28)^2 + (111,3-180,28)^2 + (131,0-180,28)^2 + (182,5-180,28)^2 + (187,7-180,28)^2 + (339,6-180,28)^2 + (249,5-180,28)^2 + (143,5-1880,28)^2 + (109,5-180,28)^2 + (235,5-180,28)^2) = 1/10 * 51372,9 = 5137,29$$

TPN:

$$\text{Var}(x) = 1/10 * ((-8,9-148,89)^2 + (3,1-148,89)^2 + (-32,5-148,89)^2 + (-13,5-148,89)^2 + (636,9-148,89)^2 + (236,0-148,89)^2 + (89,6-148,89)^2 + (353,8-148,89)^2 + (188,7-148,89)^2 + (126,1-148,89)^2) = 1/10 * 398846,3 = 39884,63$$

Izračun standardnega odklona:

$$\delta(x) = \sqrt{\text{Var}(x)}$$

TNN:

$$\delta(x) = \sqrt{5137,29} = 71,7$$

TPN:

$$\delta(x) = \sqrt{39.884,63} = 199,71$$

PRILOGA 8: Izračun standardnega odklona za PN in NN, iz mesečnih podatkov

Izračun standardnega odklona kot mere variabilnosti, mesečni podatki

	1	2	3	4	3-4	5	6	7	8	8-9	10	11
		TNN v mio USD	Aritmetična sredina ¹	Variance a ²	Standardni odklon ³	TPN v mio USD	Aritmetična sredina	Variance ¹	Standardni odklon ²			
1998	Jan.	7,1	13,7033	877,6645	29,6254	-18,6	71,0667	35372,36	188,0754			
	Feb.	4,2	13,7033			12,3	71,0667					
	Mar.	1,1	13,7033			15,5	71,0667					
	Apr.	2,7	13,7033			-14,3	71,0667					
	Maj	5,9	13,7033			578,5	71,0667					
	Jun.	12,2	13,7033			381,7	71,0667					
	Jul.	107,9	13,7033			-16,4	71,0667					
	Avg.	4,2	13,7033			-32,5	71,0667					
	Sept.	9,3	13,7033			-48	71,0667					
	Okt.	-17,8	13,7033			-9,5	71,0667					
	Nov.	8,8	13,7033			6,9	71,0667					
	Dec.	18,9	13,7033			-2,8	71,0667					
1999	Jan.	3,6	15,1167	771,2497	22,7714	0,8	32,175	11681,7	108,0819			
	Feb.	20,3	15,1167			-38,6	32,175					
	Mar.	21,2	15,1167			386,7	32,175					
	Apr.	0,2	15,1167			21,2	32,175					
	Maj	0	15,1167			-14,8	32,175					
	Jun.	6,1	15,1167			7,7	32,175					
	Jul.	-1	15,1167			20,3	32,175					
	Avg.	8,4	15,1167			-0,9	32,175					
	Sept.	7,3	15,1167			-9	32,175					
	Okt.	4,5	15,1167			-7,3	32,175					
	Nov.	6,4	15,1167			2,9	32,175					
	Dec.	104,4	15,1167			17,1	32,175					

Izračun standardnega odklona kot mere variabilnosti, mesečni podatki

	1	2	3	4	3-4	5	6	7	8	8-9	10	11
		TNN v mio USD	Aritmetična sredina ¹	TPN v mio USD	Standardni odklon ³	Varianca ²	Standardni odklon ³	TPN v mio USD	Aritmetična sredina	Varianca ¹	Standardni odklon ²	
2000	Jan.	0,6	15,3167	-14,7167	28,2707	799,2297		-14,2	15,733	10842,68	104,1282	
	Feb.	1,7	15,3167	-13,6167				-5,9	15,733			
	Mar.	0,7	15,3167	-14,6167				359,2	15,733			
	Apr.	25,6	15,3167	10,2833				-0,2	15,733			
	Maj	5,8	15,3167	-9,5167				-15,5	15,733			
	Jun.	8,3	15,3167	-7,0167				-31,5	15,733			
	Jul.	5,1	15,3167	-10,2167				-15,2	15,733			
	Avg.	-0,7	15,3167	-16,0167				-29,8	15,733			
	Sept.	18,7	15,3167	3,3833				-3,9	15,733			
	Okt.	5,9	15,3167	-9,4167				-1	15,733			
	Nov.	6,3	15,3167	-9,0167				-31	15,733			
	Dec.	105,8	15,3167	90,4833				-22,2	15,733			
2001	Jan.	3,6	33,6667	-30,0667	37,437	1401,532		-18,7	7,05	20203,1	142,1376	
	Feb.	107,9	33,6667	74,2333				86,5	7,05			
	Mar.	12,1	33,6667	-21,5667				9,9	7,05			
	Apr.	-1,9	33,6667	-35,5667				361,9	7,05			
	Maj	67,2	33,6667	33,5333				-19,4	7,05			
	Jun.	1,3	33,6667	-32,3667				-18,9	7,05			
	Jul.	3,1	33,6667	-30,5667				9	7,05			
	Avg.	6,3	33,6667	-27,3667				-320,9	7,05			
	Sept.	10,6	33,6667	-23,0667				4,7	7,05			
	Okt.	38,3	33,6667	4,6333				10,9	7,05			
	Nov.	64	33,6667	30,333				-16,3	7,05			
	Dec.	91,5	30,0667	57,8333				0,6	7,05			

Vir: Tabela 6, Tabela 7, Tabela 8, Tabela 9

Opombe:

¹Aritmetična sredina je izračunana o naslednji formuli: $\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X}{n}$

²Varianca je izračunana po sledeči formuli: $\text{Var}(x) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2$

³Standardni odklon je izračunan po sledeči formuli: $\delta(x) = \sqrt{\text{Var}(x)}$

Vsi izračuni so izvedeni v programu Excel.

Priloge 9: Plačilne bilance – kapitalski računi, v letih 1998-2001

Tabela 6: Plačilna bilanca – kapitalski in finančni račun, leto 1998

Mio USD	Kapitalni in finančni račun	Kapitalni račun	Kapitalni transferi	Patenti in licence	Finančni račun	Neposredne naložbe ²	Domače v tujini	Tuje v Sloveniji ²	Naložbe v vrednostne papierje ^{3,4}	Ostale naložbe	
Stolpec Koda	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1992	-645,4	...	...	...	-645,4	112,9	1,8	111,0	-8,9	-116,8	
1993	-201,7	4,1	4,7	-0,6	-205,8	111,3	-1,3	112,6	3,1	-209,1	
1994	-523,6	-4,4	-2,8	-1,6	-519,2	131,0	2,9	128,1	-32,5	27,3	
1995	168,2	-17,9	-15,6	-2,3	186,0	170,5	-5,5	176,0	-13,5	264,5	
1996	-46,8	-4,9	-2,4	-2,5	-41,9	177,7	-7,7	185,5	636,9	-269,7	
1997	-102,8	-4,2	-3,0	-1,2	-98,7	295,3	-25,5	320,8	235,5	657,6	
1997	apr.	40,4	-0,6	-0,6	0,0	41,0	20,4	0,0	20,4	-5,2	105,1
	maj	-5,2	0,1	0,1	0,0	-5,3	20,2	-0,2	20,3	0,9	142,2
	jun.	18,5	-2,0	-1,8	-0,2	20,5	55,8	-0,3	56,2	204,3	-42,9
	jul.	-13,7	0,0	0,1	-0,1	-13,7	34,1	-9,8	43,9	47,5	124,6
	avg.	12,5	-0,3	-0,3	0,0	12,8	4,2	-0,2	4,4	19,2	92,2
	sep.	-92,7	0,0	0,0	-0,1	-92,7	16,3	0,2	16,1	8,0	15,8
	okt.	-18,4	-0,1	-0,1	0,0	-18,3	21,2	0,0	21,2	10,6	-14,8
	nov.	-64,8	-0,2	-0,2	0,0	-64,5	21,7	-0,6	22,2	-9,8	-23,7
	dec.	-7,4	-0,5	-0,4	-0,1	-6,9	26,1	-5,9	32,0	-17,1	-21,3
1998	jan.	1,6	-1,8	-1,2	-0,6	3,4	6,1	-1,0	7,1	-18,6	9,0
	feb.	20,7	-1,0	-0,5	-0,5	21,7	4,2	0,0	4,2	12,3	22,5
	mar.	12,0	0,2	0,2	0,0	11,8	1,0	-0,1	1,1	15,5	13,0
	apr.	17,7	-0,5	-0,5	0,0	18,1	2,0	-0,7	2,7	-14,3	49,0
	maj	12,7	-0,1	-0,1	0,0	12,9	6,3	0,5	5,9	578,5	114,6
	jun.	-14,6	-0,5	-0,5	0,0	-14,0	7,3	-4,9	12,2	-381,7	-4,3
	jul.	-43,4	-0,1	-0,1	0,0	-43,3	106,5	-1,4	107,9	-16,4	-270,0
	avg.	-68,2	0,2	0,1	0,1	-68,4	4,6	0,4	4,2	-32,5	-12,8
	sep.	-103,2	0,0	0,0	0,0	-103,2	9,8	0,5	9,3	-48,0	8,7
	okt.	-43,3	-1,8	-1,8	0,0	-41,5	-17,9	-0,2	-17,8	-9,5	-12,1
	nov.	17,0	0,1	0,1	0,0	16,9	8,0	-0,8	8,8	6,9	-35,1

Vir: Bilten Banke Slovenije, 1998, str. 56

Tabela 7: Plačilna bilanca – kapitalski in finančni račun, leto 1999

Mio USD	Kapitalski in finančni račun	Kapitalski račun	Kapitalski transferi	Patenti in licence	Finančni račun	Neposredne naložbe ²	Domače v tujini	Tuje v Sloveniji ²	Naložbe v vrednostne papiře ^{3,4}	Ostale naložbe
Stolpec Koda	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1992	-645,4	...	...	...	-645,4	112,9	1,8	111,0	-8,9	-116,8
1993	-201,7	4,1	4,7	-0,6	-205,8	111,3	-1,3	112,6	3,1	-209,2
1994	-523,6	-4,4	-2,8	-1,6	-519,2	131,0	2,9	128,1	-32,5	27,3
1995	168,2	-17,9	-15,6	-2,3	186,0	170,5	-5,5	176,0	-13,5	264,5
1996	-46,8	-4,9	-2,4	-2,5	-41,9	177,7	-7,7	185,5	636,9	-269,7
1997	-102,8	-4,2	-3,0	-1,2	-98,7	295,3	-25,5	320,8	235,5	657,6
1998	-167,0	-4,0	-2,9	-1,1	-163,0	154,4	-11,0	165,4	89,6	-249,2
1998 maj	15,9	0,0	0,0	0,0	15,9	6,4	0,5	6,0	578,5	117,5
jun.	-10,7	-0,2	-0,2	0,0	-10,5	7,4	-4,9	12,3	-381,7	-0,9
jul.	-40,9	0,2	0,2	0,0	-41,1	106,6	-1,4	108,0	-16,4	-267,9
avg.	-66,7	0,4	0,2	0,1	-67,1	4,6	0,4	4,3	-32,5	-11,5
sep.	-97,4	0,0	0,0	0,0	-97,4	9,9	0,5	9,4	-48,0	14,5
okt.	-39,7	-1,6	-1,6	0,0	-38,1	-17,9	-0,2	-17,8	-9,5	-8,7
nov.	-13,2	0,1	0,1	0,0	-13,3	8,4	-0,8	9,2	6,9	-65,7
dec.	36,5	-1,1	-1,0	-0,1	37,6	15,5	-3,4	18,9	-2,6	-115,9
1999 jan.	-91,7	0,5	0,4	0,1	-92,1	1,7	-1,9	3,6	0,6	-119,4
feb.	36,8	0,0	0,0	0,0	36,8	18,6	-1,7	20,3	-38,6	24,9
mar.	77,4	0,1	0,1	0,0	77,4	15,3	-5,8	21,2	388,7	184,3
apr.	110,0	-0,3	-0,2	-0,1	110,3	-0,5	-0,7	0,2	21,2	11,2
maj	107,9	0,1	0,0	0,1	107,8	-14,3	-14,3	0,0	-14,8	-61,8
jun.	238,0	-0,2	-0,1	-0,1	238,2	3,9	-2,2	6,1	7,7	33,9
jul.	-62,9	-0,5	-0,3	-0,1	-62,4	-2,3	-1,3	-1,0	20,3	-171,4
avg.	-35,3	0,3	0,2	0,0	-35,6	8,2	-0,1	8,4	-0,9	-92,8
sep.	23,5	-0,2	-0,2	0,0	23,7	-4,1	-11,3	7,3	-9,0	10,9
okt.	-6,4	0,1	0,3	-0,2	-6,6	4,2	-0,4	4,5	-7,3	-4,7
nov.	18,0	0,0	0,2	-0,2	18,0	6,8	0,4	6,4	2,9	91,5

Vir: Bilten Banke Slovenije, 1998, str. 56

Tabela 8: Plačilna bilanca – kapitalski in finančni račun, leto 2000

Mio USD	Kapitalski in finančni račun	Kapitalski račun	Kapitalski transferi	Patenti in licence	Finančni račun	Neposredne naložbe ⁸	Domače v tujini	Tuje v Sloveniji	Naložbe v vrednostne papirje ^{2,3}	Ostale naložbe
Stolpec Koda	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1992	-645,4	...	...	...	-645,4	112,9	1,8	111,0	-8,9	-116,8
1993	-201,7	4,1	4,7	-0,6	-205,8	111,3	-1,3	112,6	3,1	-209,2
1994	-503,1	-3,2	-1,6	-1,6	-499,9	131,0	2,9	128,1	-32,5	43,0
1995	294,0	-6,9	-4,6	-2,3	300,9	182,5	5,1	177,4	-13,5	368,5
1996	-26,1	-1,8	0,8	-2,6	-24,3	187,7	-6,3	194,0	636,9	-261,3
1997	-88,7	1,1	2,1	-1,0	-89,8	339,6	-35,6	375,2	236,0	621,8
1998	84,9	-1,5	-0,4	-1,1	86,3	249,5	1,7	247,9	89,6	-95,0
1999	755,3	-0,6	0,1	-0,7	755,9	143,5	-37,7	181,2	353,8	177,6
2000	540,7	1,3	0,7	0,6	539,5	133,4	-47,6	181,0	188,7	396,1
1999 avg.	-13,0	0,3	0,2	0,0	-13,3	8,3	-0,1	8,4	-0,9	-65,6
1999 sep.	21,0	-0,2	-0,2	0,0	21,1	-4,1	-11,3	7,3	-9,0	8,3
1999 okt.	-4,6	0,1	0,3	-0,2	-4,7	3,9	-0,4	4,3	-7,3	-2,6
1999 nov.	42,2	0,0	0,2	-0,2	42,2	6,8	0,4	6,4	2,9	115,7
1999 dec.	218,4	-0,5	-0,3	-0,2	218,9	109,3	5,0	104,4	-17,1	130,3
2000 jan.	-8,5	0,3	0,3	0,0	-8,9	-1,5	-2,1	0,6	-14,2	-46,0
2000 feb.	35,2	-0,1	-0,1	0,0	35,3	0,9	-0,8	1,7	-5,9	21,3
2000 mar.	142,2	-0,4	-0,1	-0,3	142,6	-1,0	-1,8	0,7	359,2	56,8
2000 apr.	50,9	0,1	0,1	0,0	50,8	21,4	-4,2	25,6	-0,2	61,3
2000 maj	80,7	-0,2	-0,1	-0,1	80,8	2,2	-3,6	5,8	-15,5	-58,6
2000 jun.	-38,0	-0,3	-0,1	-0,2	-37,7	-0,4	-5,8	5,3	-31,5	-8,7
2000 jul.	69,4	-0,1	-0,1	0,0	69,5	0,3	-4,8	5,1	-15,2	97,9
2000 avg.	81,8	0,0	0,0	0,0	81,8	-1,9	-1,3	-0,7	-29,8	98,2
2000 sep.	-6,5	0,3	-0,2	0,5	-6,7	14,1	-4,5	18,7	-3,9	-7,7
2000 okt.	-5,6	0,1	0,2	0,0	-5,7	-1,2	-7,1	5,9	-1,0	43,2
2000 nov.	4,9	0,6	0,6	0,0	4,3	4,7	-1,7	6,3	-31,0	6,7
2000 dec.	134,3	0,9	0,1	0,8	133,4	95,8	-10,0	105,8	-22,2	131,6

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2000, str. 61

Tabela 9: Plačilna bilanca – kapitalski in finančni račun, leto 2001

Mio USD	Kapitalski in finančni račun	Kapitalski račun	Kapitalski transferi	Patenti in licence	Finančni račun	Neposredne naložbe	Domače v tujini	Tuje v Sloveniji	Naložbe v vrednostne papirje ^{2,3}	Ostale naložbe
Stolpec	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Koda										
1992	-645,4	0,0	0,0	0,0	-645,4	112,9	1,8	111,0	-8,9	-116,8
1993	-201,7	4,1	4,7	-0,6	-205,8	111,3	-1,3	112,6	3,1	-209,2
1994	-503,1	-3,2	-1,6	-1,6	-499,9	131,0	2,9	128,1	-32,5	43,0
1995	294,0	-6,9	-4,6	-2,3	300,9	182,5	5,1	177,4	-13,5	368,5
1996	-26,1	-1,8	0,8	-2,6	-24,3	187,7	-6,3	194,0	636,9	-261,3
1997	-88,7	1,1	2,1	-1,0	-89,8	339,6	-35,6	375,2	236,0	621,8
1998	84,9	-1,5	-0,4	-1,1	86,3	249,5	1,7	247,9	89,6	-95,0
1999	755,3	-0,6	0,1	-0,7	755,9	143,5	-37,7	181,2	353,8	177,6
2000	568,5	3,5	0,7	2,8	565,0	109,5	-66,0	175,5	188,7	445,1
2000 jul.	72,2	-0,1	-0,1	0,0	72,3	0,3	-4,7	5,0	-15,2	100,7
2000 avg.	82,6	0,0	0,0	0,0	82,7	-1,9	-1,3	-0,7	-29,8	99,0
2000 sep.	-3,9	0,3	-0,2	0,5	-4,1	14,1	-4,5	18,7	-3,9	-3,9
2000 okt.	-3,4	0,1	0,1	0,0	-3,5	-1,2	-7,1	5,9	-1,0	44,2
2000 nov.	9,1	1,5	0,6	0,9	7,6	9,3	-1,7	11,0	-31,0	5,4
2000 dec.	122,2	2,3	0,1	2,2	119,9	67,4	-28,6	96,0	-22,2	146,4
2001 jan.	-47,0	0,1	0,1	0,0	-47,0	-6,1	-9,7	3,6	-18,7	-72,0
2001 feb.	-21,0	-0,2	-0,1	-0,1	-20,9	106,2	-1,7	107,9	86,5	-130,7
2001 mar.	-13,4	0,2	0,2	0,0	-13,6	11,5	-0,6	12,1	9,9	-26,5
2001 apr.	40,2	0,1	0,1	0,0	40,1	-2,0	-0,1	-1,9	361,9	163,3
2001 maj	30,6	0,0	0,1	0,0	30,5	55,2	-12,1	67,2	-19,4	46,4
2001 jun.	17,1	0,0	0,0	0,0	17,1	-1,6	-2,9	1,3	-18,9	66,4
2001 jul.	1,8	0,2	0,2	0,0	1,6	-5,8	-8,9	3,1	9,0	91,4
2001 avg.	-33,2	-0,2	-0,2	0,0	-33,0	1,8	-4,5	6,3	-320,9	76,1
2001 sep.	-72,6	-0,4	-0,4	-0,1	-72,2	6,8	-3,9	10,6	4,7	68,8
2001 okt.	-30,3	-1,3	0,6	-1,8	-29,0	15,1	-23,1	38,3	10,9	109,9
2001 nov.	-12,8	0,8	0,0	0,8	-13,6	54,2	-9,8	64,0	-16,3	80,8

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2001, str. 60

Opomba: Od leta 2001 dalje so v postavki neposredne naložbe vključena posojila med povezanimi podjetji (delež lastništva 10% ali več), ki so bila do leta 2001 vključena v postavki posojila.

Seznam kratic:

AGPTI	- Agencija RS za gospodarsko promocijo in tuje investicije
BDP	- Bruto domači proizvod
CEE	- države srednje in vzhodne Evrope, (Central and Eastern Europe)
c.p.	- ostalo nespremenjeno, (ceteris paribus)
ESP	- Evropska banka za raziskave in razvoj, (European Bank for Recinstruction and Development)
ESP	- Evropski sporazum o pridružitvi
EU	- Evropska unija
FDI	- neposredne tuje investicije, (Foreign Direct Investment)
FIAS	- Foreign Investment Advicory Service
ICRG	- International Country Risk Guide
KDD	- klirinško depotna družba
MDS	- Mednarodni denarni sklad
MEO	- Mednarodni ekonomski odnosi
mio	- milijon
mrd	- milijarda
OECD	- Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (Organization for Economic Cooperation and Development)
OTC	- izvenborzni trg vrednostnih papirjev, (Over The Counter)
R & R	- raziskave in razvoj
RS	- Republika Slovenija
SBI	- slovenski borzni indeks
SIT	- slovenski tolar
SDR	- posebne pravice črpanja, (Special Drawing Rights)
TDI	- Trade Development Institute
TNN	- Tuje neposredne naložbe
TPN	- Tuje portfolio naložbe
UGPTI	- Upper Great Plains Transportation Institute
UNCTAD	- United Nations Conference on Trade and Development
USD	- ameriški dolar
VB	- Velika Britanija
VP	- vrednostni papir
ZDA	- Združene države Amerike
WIR	- World Investment Report
WTO	- Svetovna trgovinska organizacija, (World trade organisation)

Slovar tujih izrazov

Bandwagon effect - Učinek zadnjega vagona

Efficiency-seeking - Investicije pogojene z iskanjem učinkovitosti

Greenfield investment - Nove investicije

Know-how - Znanje in izkušnje

Market-seeking investment - Investicije pogojene z iskanjem novega trga

Portfolio Theory - Teorija portfolio izbora

Resource and assets-seeking - Investicije pogojene z iskanjem virov in sredstev

Terms of trade – Pogoji menjave