

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**STRUKTURA SLOVENSKEGA FINANČNEGA
PREMOŽENJA V TUJINI IN ZUNANJE ZADOLŽENOSTI
SLOVENIJE**

Ljubljana, oktober 2002

POLONA ZBAŠNIK

I Z J A V A

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. OPREDELITEV FINANČNEGA PREMOŽENJA IN ZADOLŽENOSTI	2
3. MEDNARODNI TOKOVI IN STANJA KAPITALA	3
3.1. DELITEV MEDNARODNIH TOKOV KAPITALA	5
3.2. MERJENJE MEDNARODNIH TOKOV IN STANJ KAPITALA	5
3.2.1. Plačilna bilanca	5
3.2.2. Prikaz stanja mednarodnih naložb	8
3.2.3. Neto zunanja investicijska pozicija	9
4. ODPIRANJE KAPITALSKIH TOKOV	10
4.1. OBVEZNOSTI SLOVENIJE IZ PRIDRUŽITVENEGA SPORAZUMA	10
4.2. ZAKON O DEVIZNEM POSLOVANJU	11
4.3. DOSEŽENA STOPNJA LIBERALIZACIJE V KAPITALSKIH TOKOVIH	12
5. MEDNARODNE NALOŽBE SLOVENIJE	13
6. MEDNARODNE DENARNE REZERVE	15
6.1. STRUKTURA MEDNARODNIH DENARNIH REZERV	15
6.1.1. Devizne rezerve centralne banke	15
6.1.2. Zlato	16
6.1.3. Rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu	16
6.1.4. Posebne pravice črpanja	17
6.2. KORISTI IN STROŠKI MEDNARODNIH DENARNIH REZERV	18
6.3. MEDNARODNE DENARNE REZERVE BANKE SLOVENIJE	18
7. ZADOLŽEVANJE V TUJINI	20
7.1. PORABA NAJETIH KREDITOV	21
7.2. ZUNANJA ZADOLŽENOST SLOVENIJE	21
7.2.1. Obseg in struktura slovenskega dolga do tujine	21
7.2.2. Glavni vzrok zadolževanja Slovenije v tujini	24
7.3. KAZALCI ZUNANJE ZADOLŽENOSTI	25
7.3.1. Dolžniška obremenjenost Slovenije	26
7.4. KREDITIRANJE TUJINE	27
8. NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE	27
8.1. NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE V SLOVENIJI	28
8.1.1. Vzroki za nizko tuje investiranje v Sloveniji	30
8.1.2. Spodbujanje neposrednih tujih investicij v Slovenijo	31
8.2. SLOVENSKE NEPOSREDNE NALOŽBE V TUJINO	32
9. PORTFELJSKE NALOŽBE	35

9.1. SLOVENSKE PORTFELJSKE NALOŽBE V TUJINI	37
9.2. TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE V SLOVENIJI	37
10. SKLEP	39
LITERATURA	40
VIRI	42

1. UVOD

Gospodarstvo v tranziciji je mogoče ocenjevati z različnih vidikov; na primer po tem, koliko podjetij je že privatiziranih, ali je že dosežena makroekonomska stabilizacija, ali je prestrukturiranje gospodarstva že na poti in ali gospodarstvo že ima dolgoročno rast itd. Lahko pa se gospodarstvo v tranziciji oceni tudi po strukturi finančnega premoženja in obveznostih, ki jih ima do tujine, saj njihova analiza pove, koliko je gospodarstvo že odprto in razvito ter kakšna sredstva pritekajo in odtekajo in tudi, ali je država neto dolžnica do tujine ali upnica nasproti tujini.

Majhna država bi morala predvsem uvažati dolgoročna finančna sredstva in izvažati likvidna sredstva, kar pomeni, da bi bilo njeno premoženje v tujini likvidno in obveznosti do tujine dolgoročne. Da je to mogoče, se mora država odpreti navzven in liberalizirati kapitalski račun plačilne bilance. Kar zadeva odprtost države za mednarodne kapitalske transakcije, je to veliko bolj pomembno za majhna gospodarstva v tranziciji in v razvoju kot za velika, razvita gospodarstva. Odprtost je pomembna tudi v primeru, ko ima država izravnano bilanco tekočega računa plačilne bilance in ne potrebuje zunanjih sredstev. Majhna država mora biti odprta navzven in mora dopuščati pretok kapitala v obe strani, že zaradi tega, ker domači finančni posredniki brez zunanjega finančnega posredovanja ne morejo pretvoriti sredstev, pridobljenih predvsem na osnovi kratkoročnih vlog, v dolgoročna posojila, saj jim majhen in nerazvit bančni sistem tega ne omogoča.

Namen diplomskega dela je tako preučiti sestavo finančnega premoženja v Sloveniji in njene obveznosti do tujine in ugotoviti, kakšna finančna sredstva pritekajo in odtekajo iz države. Ali res k nam doteka predvsem dolgoročni kapital, kot so dolgoročni krediti in neposredne naložbe, ker je manj občutljiv na zunanje in notranje spremembe na trgu kapitala in ne morda "vroč" denar, kamor uvrščamo kratkoročne kredite in portfeljske naložbe; denar, ki se ga lahko hitro umakne iz države, kar lahko povzroči njen padec v finančno krizo.

Drugo poglavje je namenjeno predvsem teoretični opredelitvi finančnega premoženja in zadolženosti, tretje poglavje pa teoretični opredelitvi mednarodnih kapitalskih tokov in stanj ter načinom njihovega merjenja.

Slovenija bo morala do vključitve v Evropsko unijo (EU) popolnoma liberalizirati finančne tokove. Kakšne so omejitve na področju mednarodnih finančnih tokov oziroma kako jih odpravljamo, govori četrto poglavje.

V petem poglavju analiziram prikaz stanja mednarodnih naložb Slovenije. Vsa nadaljnja poglavja, to je od šestega do devetega, so namenjena analizi posameznih oblik finančnega premoženja in obveznosti do tujine. Sprva so pojasnjene njihove splošne značilnosti, tem pa sledi njihova analiza v slovenskem prostoru.

2. OPREDELITEV FINANČNEGA PREMOŽENJA IN ZADOLŽENOSTI

Finančno strukturo določajo finančni instrumenti in finančne institucije. Pri tem so finančni instrumenti finančno premoženje ali finančne premoženjske oblike. Finančno premoženje v najširšem smislu pomeni terjatve (Ribnikar, 2000, str. 70).

Za posameznika so premoženjske sestavine lastninske pravice, to je realna aktiva, in terjatve, to so različne finančne oblike (denar, državne obveznice, bančne vloge, delnice, obveznice podjetij ...). Vendar pa so vse te premoženjske oblike, ki jih na primer kdo izkazuje v aktivni svoje premoženjske bilance, njegovo premoženje samo v tistem obsegu, kolikor niso obremenjene z dolgovi. Čisto premoženje ali lastniški kapital je vedno razlika med vsem tistim, kar ima kdo v aktivni, in njegovimi dolgovi (Ribnikar, 2000a, str. 73).

Slika 1: Premoženjska bilanca posameznika

Aktiva	Pasiva
Realna aktiva	Čisto premoženje ali lastniški kapital
Finančna aktiva	Dolgovi

Vir: Ribnikar, 2000a, str. 73.

V zaprtem gospodarstvu so za družbo kot celoto premoženjske sestavine samo realna aktiva. V odprtem gospodarstvu pa so poleg realne aktive še (neto) terjatve do tujine oziroma (neto) terjatve rezidentov domače države do rezidentov v drugih državah (Ribnikar, 2000a, str. 73).

Pri terjatvah do tujine gre za finančno premoženje ali imetje v obliki:

- neposrednih naložb v tujini,
- naložb v tuje vrednostne papirje,
- ostalih naložb, kamor sodijo komercialni krediti, posojila dana tujini, gotovina in vloge ter ostale terjatve,
- mednarodnih denarnih rezerv.

Kot premoženjsko sestavino ne smemo upoštevati terjatev med rezidenti domače države. Ko za celotno gospodarstvo seštejemo vse neto terjatve gospodinjstev, se notranje terjatve medsebojno izničijo. Vsota neto notranjih terjatev je nič, ker so terjatve enega domačega gospodinjstva obveznost drugega domačega gospodinjstva (Senjur, 1995, str. 140).

Sestava premoženja posameznega transaktorja in vseh transaktorjev v narodnem gospodarstvu je ravnovesna, če je mejna donosnost vsake premoženjske sestavine enaka. Če se spremeni velikost premoženja nasploh ali pa se spremeni velikost premoženja v eni od oblik, bodo transaktorji začeli vzpostavljati ravnovesno premoženjsko sestavo. Ravnovesna premoženjska sestava se bo vzpostavila s spremembami tokov – z nakupi in prodajami različnih premoženjskih sestavin, dokler ne bo mejna donosnost vseh premoženjskih sestavin spet enaka (Ribnikar, 2000a, str. 76).

Pri zunanji zadolženosti oziroma zadolženosti države do tujine obstajata dva splošna pojma. Najbolj se uporablja koncept bruto zadolženosti, ki je opredeljen kot stanje skupnega obsega dolžniških obveznosti rezidentov države do nerezidentov. Neto zadolženost, ki je razlika med premoženjem države in njenimi obveznostmi, se v praksi manj uporablja, ker njeno merjenje povzroča veliko metodoloških problemov (Mrak, 2002, str. 579).

Če država nima dovolj svojega kapitala, ga skuša dobiti od zunanjih finančnih posrednikov. Tako se država zadolžuje oziroma ima obveznosti do tujine. Med obveznosti do tujine se zajema:

- neposredne naložbe tujcev v Sloveniji,
- tuje naložbe v domače vrednostne papirje in
- ostale tuje naložbe, ki vsebujejo komercialne kredite, posojila pridobljena v tujini, vloge in ostale obveznosti.

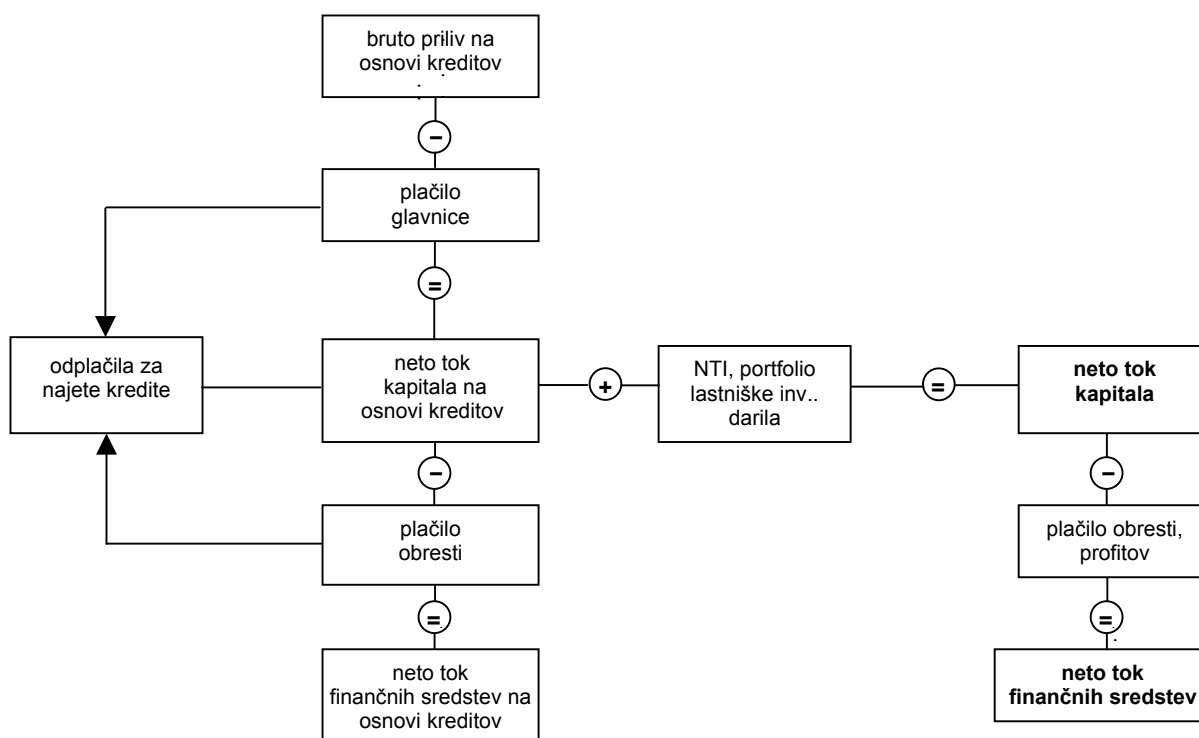
3. MEDNARODNI TOKOVI IN STANJA KAPITALA

Glavna razlika med stanjem ali stogom in tokom mednarodnega kapitala je v njunem merjenju. Stanje mednarodnega kapitala je ekonomska velikost, ki se meri na določen časovni trenutek in pokaže obseg finančnega premoženja in obveznosti neke države do tujine. Mednarodni tok kapitala pa je ekonomska velikost, ki se meri v enoti časa in pokaže za koliko so se povečali ali zmanjšali finančno premoženje in obveznosti neke države do tujine v enoti časa.

Kapital se lahko giblje tako znotraj države kot tudi med posameznimi gospodarstvi. Pri mednarodnih tokovih kapitala gre za tokove kapitala, ki so posledica vseh vrst kapitalskih poslov med rezidenti in nerezidenti in ki povzročajo finančni tok prek državne meje (Oplotnik, 2002, str. 7).

Mednarodne tokove kapitala je treba razlikovati od tokov finančnih sredstev. Del transakcij, povezanih s prenosom finančnih sredstev, kot so na primer dobički in plačila obresti, se izkazuje na tekočem računu plačilne bilance. Kapitalske tokove pa se meri s saldonom kapitalskega in finančnega računa brez upoštevanja sprememb v mednarodnih denarnih rezervah. Razlikovanje med neto tokom kapitala in neto tokom finančnih sredstev izhaja torej iz razlike v zajemanju dohodkov produkcijskega faktorja kapitala; to so obresti in profiti od investiranja (Mrak, 2002, str. 552). Te skupine mednarodnih finančnih tokov neto tok kapitala ne vsebuje, so pa sestavni del neto toka finančnih sredstev, kar je razvidno tudi iz slike 2.

Slika 2: Neto tok kapitala in neto tok finančnih sredstev



Vir: Mrak, 2002, str. 553.

Ob predpostavki prostega pretoka kapitala prihaja do prelivanja kapitala med gospodarstvi zaradi neuravnoteženega tekočega računa plačilne bilance. Gospodarstvo, ki ima na tekočem računu plačilne bilance primanjkljaj, investira več kot privarčuje. Da bi to gospodarstvo pokrilo primanjkljaj, mora dobiti kapital od gospodarstva, ki ima presežek v tekočem računu plačilne bilance, kar pomeni, da v tem gospodarstvu več privarčujejo kot investirajo.

Na kapitalske tokove vplivajo spremembe v povpraševanju, potencialna ponudba, zunanji in špekulativni pogoji. Po drugi strani lahko kapitalski tokovi vplivajo na agregatno ponudbo, na primer če prenesejo tehnologijo in povišajo stopnjo donosa, in tudi na domače povpraševanje, če spodbujajo investicije in potrošnjo, ki se sicer ne bi pojavile (Hoggarth, Sterne, 1997, str. 19).

3.1. DELITEV MEDNARODNIH TOKOV KAPITALA

Mednarodne tokove kapitala se lahko klasificira po različnih kriterijih, na primer glede na čas, motiv, vir finančnih sredstev itd. Največkrat se mednarodne kapitalske tokove deli na:

- lastniške in dolžniške,
- dolgoročne in kratkoročne,
- privatne in javne.

Med lastniške tokove kapitala sodijo neposredne in portfeljske naložbe kapitala v lastniške vrednostne papirje, med dolžniške tokove kapitala pa portfeljske naložbe kapitala v dolžniške vrednostne papirje, bančni krediti, krediti iz nebančnih virov, krediti, ki izvirajo iz komercialnih poslov, in nepovratni javni tokovi kapitala.

Med kratkoročne tokove kapitala uvrščamo vse naložbe in kredite, ki imajo rok zapadlosti krajši od enega leta, in med dolgoročne tokove kapitala vse naložbe in kredite z rokom zapadlosti, ki je daljši od enega leta. Mnenje o stabilnosti kapitalskih tokov se največkrat oblikuje glede na ročnost kapitalskih pritokov. Tako se kratkoročni kapital imenuje tudi "vroč" kapital, ki zasleduje le najvišje donose in se zelo hitro giblje oziroma je zelo nestabilen. Dolgoročni kapital pa pomeni stabilnost in rast narodnega gospodarstva, ki tovrsten kapital prejme.

Med privatne tokove kapitala se prišteva vse transakcije, ki imajo izvor pri privatnem ekonomskem subjektu, medtem ko javne tokove kapitala delimo na tiste, ki izhajajo iz meddržavnih tokov kapitala, in tiste, v katere je vključena tudi katera izmed nadsacionalnih institucij (na primer Svetovna banka, Mednarodni denarni sklad ipd.). Javni tokovi kapitala imajo lahko obliko kreditov ali nepovratnih sredstev oziroma pomoči.

Vlaganja kapitala v tujino delimo tudi na vlaganja s fiksnim donosom (kreditni) in na vlaganja s spremenljivim donosom. Vlaganja s spremenljivim donosom se delijo na neposredne naložbe in na portfeljske naložbe (Rojec, 1994, str. 25).

3.2. MERJENJE MEDNARODNIH TOKOV IN STANJE KAPITALA

3.2.1. Plačilna bilanca

Sodobne države za spremljanje svojih ekonomskih tokov s tujino uporabljajo poseben zapis, ki ga imenujemo plačilna bilanca. Plačilna bilanca je pomemben kazalec razvoja ekonomskih odnosov s tujino. Prek blagovne in storitvene menjave ter finančnih tokov povezuje mednarodno okolje z domačo ekonomsko dejavnostjo. Plačilna bilanca kot celota prikazuje ekonomske transakcije ali tokove imetij domačega gospodarstva z ostalim svetom, med rezidenti in nerezidenti v določenem obdobju, običajno v obdobju enega leta.

Slovenija usklajuje plačilnobilančno statistiko po priporočilih Mednarodnega denarnega sklada (MDS), ki je pristojen za mednarodno metodološko usklajevanje plačilnobilančne statistike. Po njegovih priporočilih se zagotavlja primerljivost in skladnost agregatov plačilne bilance z drugimi statističnimi sistemi MDS in s sistemom družbenih računov. Od leta 1994 Banka Slovenije pri sestavljanju slovenske plačilne bilance spremlja in izkazuje plačilnobilančne transakcije v skladu s peto izdajo Priročnika za sestavljanje plačilne bilance. Od leta 1993 pa so usklajene časovne vrste podatkov.

Zapis plačilnobilančnih postavk poteka po predpisanem vrstnem redu oziroma se te vpisujejo v standardno plačilnobilančno shemo. Vrednosti, zapisane v plačilni bilanci, so lahko izražene v enotah nacionalnega denarja ali v enotah katere koli druge valute. Zaradi mednarodne primerljivosti podatkov plačilne bilance različnih držav je pogosta uporaba katere od ključnih svetovnih denarnih enot, npr. ameriškega dolarja, ali posebne mere vrednosti, kot so posebne pravice črpanja (SDR – special drawing rights), za članice Evropske unije pa je pomembnejša raba evra. Banka Slovenije plačilno bilanco objavlja le v ameriških dolarjih.

V plačilno bilanco se zajemajo izvoz in uvoz blaga, izvoz in uvoz storitev, prejemki in izdatki iz naslova dohodkov, finančne terjatve in obveznosti do tujine ter enostranske transakcije – transferi. Te transakcije se zajemajo v dva temeljna podračuna plačilne bilance: v tekoči račun ter v kapitalski in finančni račun.

Ekonomske transakcije med rezidenti in nerezidenti so zapisane po načelu dvostavnega knjigovodstva. Ker ima vsaka transakcija svojo protipostavko, je plačilna bilanca teoretično vedno izravnana. Vendar vrednosti dvojnega knjiženja v praksi niso nujno popolnoma enake. To je lahko zaradi različne višine deviznega tečaja v času nastanka prvega in drugega dela zapisa ali izgube proizvodov pri transportu in tudi napak pri zbiranju plačilnobilančnih podatkov. Zaradi naštetih razlogov je v prikazu plačilne bilance uvedena posebna tehnična rubrika, imenovana neto napake in izpustitve, ki izravna nominalno vrednost obeh tokov v plačilni bilanci.

Plačilna bilanca je razdeljena na tekoči ter kapitalski in finančni račun. Tekoči račun plačilne bilance vključuje realne transakcije, kamor uvrščamo blago, storitve, dohodke in tekoče enostranske transfere. Te transakcije oblikujejo saldo tekočega računa plačilne bilance. Tekočemu delu plačilne bilance pravimo tudi avtonomni del.

Blago vsebuje dve glavni skupini: izvoz in uvoz blaga. Enako je pri storitvah. Med storitve vključujemo transportne storitve, komunikacijske storitve, potovanja, gradbena in montažna dela, zavarovanja, finančne in poslovne storitve, računalniške in informacijske storitve in druge.

Dohodke razvrščamo v dve glavni skupini. Dohodke od dela razvrščamo v prvo in dohodke od kapitala v drugo skupino. Dohodki od dela vsebujejo nadomestila zaposlenim, plačila

delavcem nerezidentom itd. Dohodki od kapitala pa vključujejo dohodke od neposrednih naložb, dohodke od naložb v vrednostne papirje (dividende) in druge dohodke od kapitala (npr. obresti).

Tekoči enostranski transferi vključujejo pomoči in darila (hrana in medicinska pomoč), rente, pokojnine, invalidnine, nakazila zdomcev in druge transfere.

Večina postavk na tekočem računu plačilne bilance je bruto debetnih ali bruto kreditnih, medtem ko so na kapitalsko–finančnem računu tipične neto postavke (princip terjatve minus obveznosti).

Drugi del plačilne bilance je kapitalski in finančni račun, ki mu pravimo tudi kompenzirajoči. Razdeljen je na dva podračuna (kapitalski račun in finančni račun) in vsebuje finančne transakcije, s katerimi se financira saldo ekonomskih odnosov s tujino. Finančne transakcije vsebujejo neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje, ostale naložbe (terjatve in obveznosti do tujine) in mednarodne rezerve.

Kapitalski račun vsebuje kapitalske transfere in nabavo/prodajo neproizvedenih nefinančnih sredstev. Kapitalski transferi sestavljajo transferji lastništva osnovnih sredstev, transfer denarja, pogojen z odstopom ali pridobitvijo osnovnih sredstev, in upnikov odpis obveznosti dolžniku. Med neproizvedena finančna imetja uvrščamo patente, licence, blagovne znamke in ostale industrijske pravice ter franšize.

Finančni račun sestavljajo podračuni:

- bilanca neposrednih naložb,
- bilanca naložb v vrednostne papirje,
- bilanca ostalih naložb,
- sprememba mednarodnih denarnih rezerv.

Neposredne naložbe zajemajo transakcije neposrednih investitorjev in podjetij z neposredno naložbo. Temeljijo na poročilih bank o plačilih za takšne tokove kapitala v tujino in iz nje.

Naložbe v vrednostne papirje zajemajo transakcije z lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji. Slednji so ločeni na obveznice in instrumente finančnega trga.

Druge naložbe zajemajo kratkoročne in dolgoročne trgovinske kredite, posojila (skupaj s porabo kreditov Mednarodnega denarnega sklada, posojili MDS in posojili v zvezi s finančnim najemom), gotovino in depozite ter druge terjatve in obveznosti.

Mednarodne denarne rezerve zajemajo transakcije s tistimi sredstvi, ki so po mnenju denarnih oblasti takoj na voljo za uskladitev plačilnobilančnih neravnovesij. Sredstva rezerv zajemajo

zlato, posebne pravice črpanja, sredstva rezerv v MDS in tuje valute (gotovino in vrednostne papirje).

3.2.2. Prikaz stanja mednarodnih naložb

Ob plačilni bilanci, ki spremlja letne tokove na tekočem računu in na kapitalnem in finančnem računu, je dobro imeti še prikaz stanja mednarodnih naložb ali prikaz stanja zunanjega premoženja oziroma zadolženosti v tujini. Iz tega prikaza so razvidne vrednosti in sestava stanja finančnih terjatev in obveznosti naše države do tujine na določen dan.

Slika 3: Prikaz stanja mednarodnih naložb

IMETJA
Neposredne naložbe v tujini
Naložbe v vrednostne papirje
Ostale naložbe (komercialni krediti, posojila, gotovina in vloge, ostale terjatve)
Mednarodne denarne rezerve
OBVEZNOSTI
Neposredne naložbe tujcev
Naložbe v vrednostne papirje
Ostale naložbe (komercialni krediti, posojila, gotovina in vloge, ostale terjatve)
NETO POZICIJA (imetja minus obveznosti)

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2002, str. 69.

Sestava prikaza stanja mednarodnih naložb je podobna kot pri plačilni bilanci (finančni račun). Tudi tu so imetja in obveznosti do tujine najprej razvrščene po instrumentih, potem po sektorjih in nazadnje še po ročnosti. Sprememba stanja imetij in obveznosti do tujine v nekem obdobju je posledica transakcij oziroma tokov, ki so prikazani v plačilni bilanci (Rodriguez, Carter, 1984, str. 23), pa tudi medvalutnih sprememb, sprememb v cenah instrumentov in drugih prilagoditev.

Tako kot metodologija plačilne bilance Slovenije tudi metodologija prikaza stanja mednarodnih naložb Slovenije temelji na priporočilih pete izdaje priročnika Mednarodnega denarnega sklada.

3.2.3. Neto zunanja investicijska pozicija

Tekoči račun plačilne bilance je osrednja kategorija odprtega gospodarstva. Saldo tekočega računa plačilne bilance je mogoče izraziti na več načinov. Lahko ga izrazimo kot:

- razliko med nacionalnimi prihranki in naložbami,
- razliko med dohodkom in celotno porabo domačih rezidentov ali kot
- neto zunanjo investicijsko pozicijo.

V zaprtem gospodarstvu morajo biti agregatni prihranki enaki agregatnim investicijam. Proizvod gospodarstva se razdeli na tekočo potrošnjo in naložbe. Istočasno se dohodki, ki jih pridobivajo gospodinjstva, razdelijo med potrošnjo in prihranke. Iz tega sledi, da morajo biti naložbe enake prihrankom. Tako naložbe kot prihranki pomenijo tisti del družbenega proizvoda oziroma dohodka, ki ni porabljen za tekočo potrošnjo.

V odprtem gospodarstvu, kadar rezidenti države trgujejo z dobrinami in finančnimi imetji z rezidenti drugih držav, ni več nujno, da morajo biti nacionalni prihranki enaki investicijam, ki se izvajajo znotraj države; presežne prihranke utegnejo posoditi investitorjem v drugih državah. V takem primeru bo država kopičila neto finančne terjatve nasproti tujim rezidentom.

Med tekočim računom plačilne bilance države in njeno neto zunanjo investicijsko pozicijo obstaja stog – tok relacija (Senjur, 2001, str. 57). Stog neto terjatev, ki jih ima neka država do tujine, je neto zunanja investicijska pozicija. Lahko jo izrazimo tudi kot neto mednarodna finančna imetja ali neto pozicija tujih imetij ali neto mednarodna investicijska pozicija. Neto zunanja investicijska pozicija meri imetja nacionalnih rezidentov nasproti tujim rezidentom minus obveznosti do tujcev. Kadar je neto zunanja investicijska pozicija pozitivna, je država neto upnik nasproti tujini, to pomeni, da imajo rezidenti stog neto terjatev nasproti tujini. Kadar je neto zunanja investicijska pozicija negativna, je država neto dolžnik do tujine, kar pomeni, da imajo rezidenti stog dolgov nasproti tujini.

Tekoči račun plačilne bilance je spremenljivka toka in meri stopnjo, po kateri se rezidenti države zadolžujejo v tujini ali ji posojajo. Saldo tekočega računa plačilne bilance se lahko opredeli kot spremembo v njeni neto poziciji finančnih imetij glede na tujino. Vendar tekoči račun ni točno enak spremembi neto zunanje investicijske pozicije. Faktorji, ki vplivajo na odstopanje, so izpuščeni tokovi, ki se pokažejo v plačilni bilanci pod postavko napake in izpustitve, spremembe v vrednotenju obstoječih terjatev in obveznosti, ekspropriacije tujih imetij in nepoplačani dolgovi (Polanec, Fabjančič, 1998, str. 84).

Presežek na tekočem računu plačilne bilance tako na eni strani pomeni kopičenje tujih imetij ali znižanje obveznosti do tujine, na drugi strani pa primanjkljaj pomeni znižanje zunanjih imetij ali povečanje obveznosti do tujine. Saldo tekočega računa, na primer, v tem razdobju je enak spremembi v neto zunanji investicijski poziciji v tem razdobju, glede na predhodno razdobje. Raven neto zunanje investicijske pozicije je v določenem razdobju posledica

preteklih presežkov in primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance (Senjur, 1995, str. 138). Neto zunanja investicijska pozicija na koncu leta je tako vsota začetne neto zunanje investicijske pozicije in stanj na tekočih računih v vseh vmesnih obdobjih.

4. ODPIRANJE KAPITALSKIH TOKOV

Liberalizacija oziroma odpiranje kapitalskih tokov pomeni odstranitev prepovedi in omejitev gibanja različnih vrst kapitala v ali iz države. Ob sedanjih bolj globalnih in povezanih finančnih trgih pomeni odločitev države o liberalizaciji kapitalskega računa veliko večji, bolj nepredvidljiv in nestabilen tok kapitala za državo.

Poleg prostega pretoka blaga, storitev in ljudi je ena od "štirih svobod" (Strategija Republike Slovenije za vključitev v Evropsko unijo, 1998, str. 18), ki predstavljajo temelje skupnega evropskega trga, tudi prost pretok kapitala. Pri prostem pretoku kapitala gre načeloma za sprostitev transakcij kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance. Pri tem lahko govorimo o dveh konceptih. Ožji koncept govori le o odpravi deviznih omejitev pri transakcijah s kapitalskega računa. Širši koncept, ki je uveljavljen v EU, pa zahteva poleg odprave omejitev pri plačilih iz naslova kapitalskih transakcij tudi odpravo vseh drugih omejitev pri sklepanju osnovnega posla, kar pomeni, da je treba odpraviti tako omejitve pri plačilih za kapitalске transakcije, kadar te nastanejo med rezidentom in nerezidentom, kot tudi omejitve pri sklepanju posla med rezidentom in nerezidentom, ki je podlaga za izvedbo plačila (More, 1999, str. 31).

Pri odpiranju kapitalskih tokov se postavlja vprašanje, kdaj je najbolje, da se odpravi omejitve za gibanje kapitala. Pri izbiri optimalnega časa liberalizacije kapitalskih tokov se pogosto upošteva izpolnjevanje določenih pogojev, kot so makroekonomska stabilnost pri realnem deviznem tečaju, vzdržne javne finance in liberaliziran in trden domač finančni sistem (Ivanko, 1997, str. 29). Z izpolnjevanjem teh pogojev se prepreči škodljive posledice mednarodne mobilnosti kapitala.

4.1. OBVEZNOSTI SLOVENIJE IZ PRIDRUŽITVENEGA SPORAZUMA

Slovenija je s prvim februarjem leta 1999, ko je stopil v veljavo Evropski sporazum o pridružitvi Slovenije z Evropsko unijo (v nadaljevanju Pridružitveni sporazum), postala uradno pridružitvena članica EU in s tem storila prvo pravno – formalno dejanje na poti v EU. S Pridružitvenim sporazumom je Slovenija prevzela konkretne obveznosti pri sproščanju kapitalskih tokov. Z njim se je zavezala k popolni liberalizaciji kapitalskih gibanj, torej k odpravi ovir prostemu pretoku kapitala.

Z uveljavitvijo Pridružitvenega sporazuma je Slovenija zagotovila prost pretok kapitala v zvezi z neposrednimi naložbami, pa tudi likvidacijo ali repatriacijo rezultata teh naložb in dobička ter prost pretok kapitala v zvezi s komercialnimi in finančnimi posojili. Do februarja 2003 pa mora Slovenija zagotoviti tudi prost pretok kapitala v zvezi s portfeljskimi naložbami.

Slovenija od začetka veljavnosti pridružitvenega sporazuma ne sme uvajati nobenih omejitev na pretok kapitala. Pridružitveni sporazum pa omogoča, da ima Slovenija v primeru, če pretok kapitala povzroči resne težave pri delovanju tečajne ali denarne politike, pravico sprejeti zaščitne ukrepe v zvezi s pretokom kapitala, vendar največ za dobo šestih mesecev (Denarna politika Banke Slovenije v letu 1998, 1999, str. 19).

4.2. ZAKON O DEVIZNEM POSLOVANJU

Novi zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS št. 23/99), ki je bil sprejet marca leta 1999, je uveljavil določbe Pridružitvenega sporazuma o prostem pretoku kapitala. Problematiko poslovanja s tujino je do sprejetja novega zakona o deviznem poslovanju urejalo več različnih zakonov, ki so imeli svoje temelje še iz časov Socialistične Federativne Republike Jugoslavije. Sedanji zakon skupaj s podzakonskimi akti nadomešča prejšnji Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS št. 1/91, 71/93, 63/95), Zakon o kreditnih poslih s tujino (Uradni list št. 1/91 in 63/95), Zakon o tujih vlaganjih (Uradni list SFRJ št. 77/88) in deloma tudi Zakon o zunanjetrgovinskem poslovanju (Uradni list RS št. 13/93, 66/93, 7/94 in 58/95) v tistih določbah, ki urejajo ustanovitev podjetja v tujini in vlaganja v tuje gospodarske družbe.

Novi zakon o deviznem poslovanju smo nujno potrebovali, saj je bila veljavna zakonodaja zastarela in v navzkrižju s potrebami sedanje stopnje razvitosti gospodarstva. Poleg tega je bilo treba devizno poslovanje prilagoditi zahtevam Pridružitvenega sporazuma. Hkrati pa je bilo treba vzpostaviti osnove za nadaljnje prilagajanje evropskemu pravnemu redu, ki na področju poslovanja s tujino zahteva popolno liberalizacijo. S tem zakonom smo izpolnili enega od prvih pogojev, da bo slovenski finančni trg lahko v nekaj letih postal del enotnega evropskega finančnega trga.

Zakon celovito in pregledno ureja poslovanje med rezidenti in nerezidenti in prenose premoženja prek meje Republike Slovenije, hkrati pa ureja poslovanje med rezidenti samimi, če se to odvija v tujem denarju.

Zakon s podzakonskimi akti omogoča, da se posamezne omejitve odpravijo postopoma, vendar najkasneje do vstopa v EU. Po besedah Ribnikarja pa mora odpiranje kapitalskega računa potekati postopoma in vzporedno z razvojem finančnega sistema, njegovih ustanov, zakonodaje, nadzora in preglednosti trga (Jurančič, 2000, str. 20), saj lahko hitra liberalizacija kapitalskih tokov povzroči negativne učinke, če je domači finančni sistem šibak in slabo reguliran ter pritokov kapitala ni sposoben alocirati v produktivne naložbe (Kleindienst, 2000,

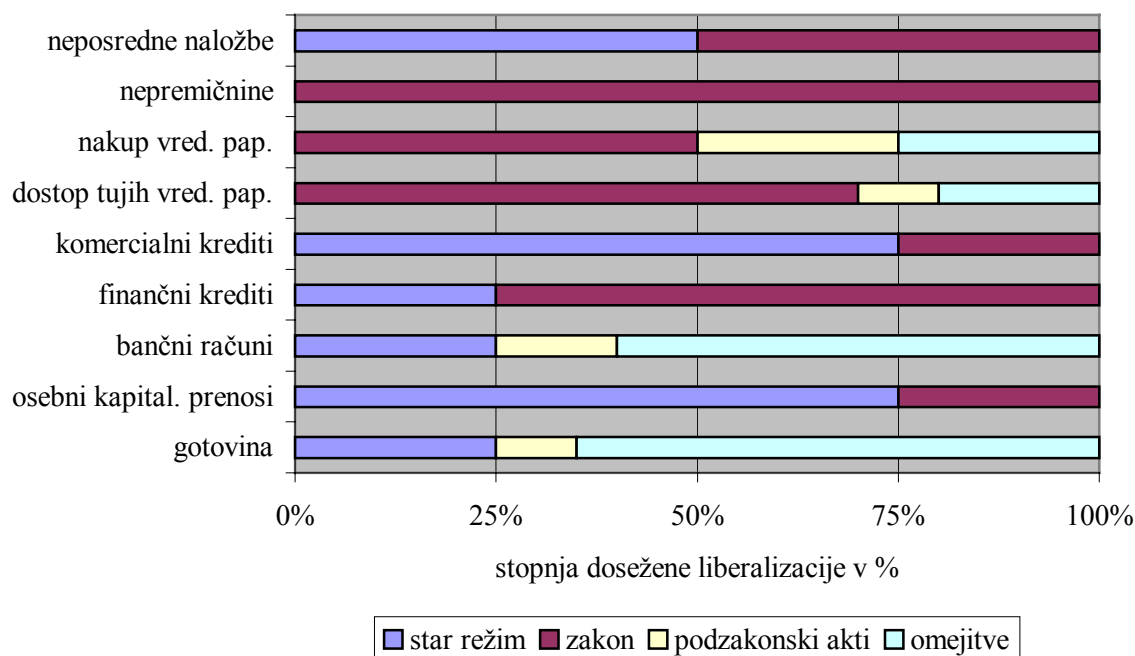
str. 32). Zaradi postopne liberalizacije kapitalskih tokov, imajo domače finančne institucije več časa za prilagoditev tuji konkurenci.

4.3. DOSEŽENA STOPNJA LIBERALIZACIJE V KAPITALSKIH TOKOVIH

Premiki v stopnji odprtosti oziroma sproščenosti kapitalskih tokov, do katerih je pripeljal zakon, so veliki. V mnogih primerih je zakon več kot podvojil stopnjo liberalizacije v primerjavi s prejšnjo zakonodajo. Podzakonski akti pa so pri posameznih transakcijah naredili določen korak naprej pri odpravljanju določenih omejitev.

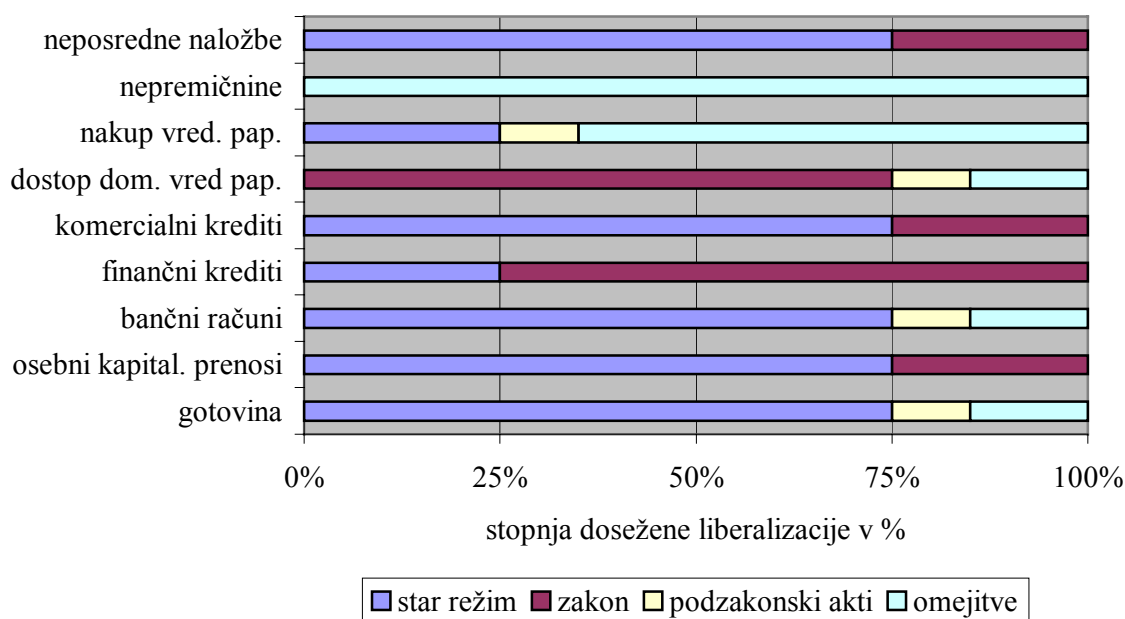
Sliki 4 in 5 prikazujeta stopnjo dosežene liberalizacije v kapitalskih tokovih in premike, ki so bili doseženi z novo zakonodajo. Stopnja dosežene liberalizacije po sprejemu nove zakonodaje je že precej visoka. Pri odlivih kapitala je v petih od devetih skupin transakcij dosežena 100–odstotna liberalizacija, pri prilivih kapitala pa v štirih. V štirih primerih na strani odlivov kapitala so še prisotne omejitve, vendar se o večjih omejitvah lahko govori samo v dveh primerih, zaradi česar je stopnja liberalizacije pri teh transakcijah manjša od 50 odstotkov. Na strani odlivov kapitala so večje omejitve še pri deviznih računih rezidentov v tujini in pri gotovinskih iznosih. Na strani prilivov kapitala pa so pomembnejše omejitve pri portfeljskih in nepremičninskih naložbah nerezidentov v Sloveniji.

Slika 4: Prikaz dosežene liberalizacije odliva kapitala v odstotkih



Vir: More, 1999a, str. 13.

Slika 5: Prikaz dosežene stopnje liberalizacije priliva kapitala v odstotkih



Vir: More, 1999a, str. 13.

V Sloveniji imamo že precej visoko stopnjo svobode pretoka kapitala, saj je veliko različnih oblik kapitalskih transakcij v obeh smereh popolnoma prostih. Tu gre zlasti za neposredne naložbe, kreditne posle in osebne kapitalske prenose. Tako se je Slovenija pri prostem pretoku kapitala dokaj približala drugim kandidatkam za vstop v Evropsko unijo. Sproščanje kapitalskega računa je smiselno nadaljevati pri oblikah, ki lahko največ pripomorejo k rasti domačega varčevanja, k manjši zadolženosti javnega in zasebnega sektorja, h globini finančnega trga, in ki ustvarjajo ugodno klimo za nadaljevanje vključevanja slovenskega gospodarstva v globalne procese.

5. MEDNARODNE NALOŽBE SLOVENIJE

Prikaz stanja mednarodnih naložb prikazuje finančno premoženje Slovenije in njene obveznosti do tujine. Bolj kot sami podatki o obsegu vseh terjatev in obveznosti je pomembna njihova struktura oziroma sestava, ki nam pove, katere oblike finančnega premoženja in obveznosti prevladujejo v državi.

Stanje vseh slovenskih imetij v tujini je v obdobju 1994 – 1998 naraslo s 5899,1 milijona USD na 8458,2 milijona USD oziroma za okoli 43 odstotkov. Domača imetja v tujini so se sicer povečevala predvsem po zaslugi sterilizacijske politike Banke Slovenije (Jurančič, 1999, str. 27). Devizne rezerve Banke Slovenije so leta 1994 pomenile nekaj več kot 25 odstotkov vsega finančnega premoženja, leta 2001 pa že 45 odstotkov, in poleg ostalih naložb (43 odstotkov vsega premoženja na tujem), kamor se uvršča komercialne kredite, posojila, gotovino in vloge ter ostale terjatve, predstavljajo največji odstotek vsega premoženja na tujem. Veliko manjši

delež, skoraj zanemarljiv v primerjavi z omenjenima oblikama finančnega premoženja, imajo slovenske neposredne in portfeljske naložbe v tujini; neposredne naložbe v tujini so leta 2000 predstavljale skoraj deset odstotkov, portfeljske naložbe pa celo manj kot odstotek. Vendar se bodo njihove vrednosti v prihodnjih letih prav gotovo še povečevale in s tem tudi njihovi deleži v slovenskem finančnem premoženju na tujem.

Kljub splošnemu prepričanju o naši veliki finančni zaprtosti je Slovenija v veliki meri razvoj in standard bolj razvitih lovila s kar zglednim zadolževanjem in prodajo premoženja. Tuja imetja od leta 1996 presegajo domače premoženje v tujini; v letu 1996 samo za 2,7 odstotka BDP, največ leta 2000 in to kar za 13 odstotkov BDP, vendar je že v letu 2001 tuje premoženje v Sloveniji presegalo domače v tujini samo še za 7 odstotkov BDP. Premoženjski položaj sta vsa leta razmeroma najbolj poslabšala podjetniški in vladni sektor, če se ne upošteva centralne banke.

Tabela 1: Prikaz strukture mednarodnih naložb Slovenije v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
IMETJA	5899,1	6841,5	7155,4	7668,1	8450,3	7856,1	8300,2	9838,2
Neposredne naložbe v tujini	354,0	489,9	459,5	459,4	636,2	626,5	767,6	949,5
Naložbe v vrednostne papirje	62,1	106,4	93,9	55,8	39,7	130,4	175,4	251,1
Ostale naložbe	3983,9	4424,3	4304,5	3838,1	4135,9	3931,1	4161,1	4239,4
Mednarodne rezerve	1499,1	1820,9	2297,5	3314,8	3638,6	3168,1	3196,1	4397,1
OBVEZNOSTI	5121,9	6379,6	7674,7	8067,0	9437,4	9832,1	10668,0	11177,1
Neposredne naložbe v Sloveniji	1325,9	1763,4	1998,1	2207,3	2777,0	2682,4	2892,7	3209,0
Naložbe v vrednostne papirje	88,9	104,1	1138,2	1276,6	1421,5	1661,0	1793,4	1877,6
Ostale naložbe	3707,1	4512,2	4538,4	4583,0	5238,9	5488,7	5981,9	6090,5
NETO POZICIJA	777,1	461,9	-519,3	-398,9	-987,1	-1976,0	-2367,8	-1340,0

Vir: Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

V minulih letih se je premoženje tujcev zmerno krepilo in to predvsem s kreditiranjem Slovenije. Tujih neposrednih naložb in naložb v vrednostne papirje pa je bilo v primerjavi s tema oblikama finančnega premoženja Slovenije leta 2001 približno štirikrat več.

Neto zunanja investicijska pozicija Slovenije je od leta 1996 naprej negativna, kar pomeni, da se je Slovenija iz neto upnice nasproti tujini spremenila v neto dolžnico do tujine. Stog dolgov nasproti tujine se je povečeval vse do leta 2001, ko se je prvič nekoliko zmanjšal.

Tokovi kapitala, ki oblikujejo finančno premoženje, so pomembni v obeh smereh. V tujino so zaželeni predvsem kratkoročna sredstva in sredstva prek nakupov tujih vrednostnih papirjev, iz tujine pa predvsem dolgoročna sredstva in sredstva prek nakupov naših vrednostnih papirjev s strani tujcev (Ribnikar, 2000b, str. 11), kar je značilno za Slovenijo, saj to dokazuje analiza prikaza mednarodnih naložb in plačilne bilance.

6. MEDNARODNE DENARNE REZERVE

Mednarodne denarne rezerve poleg operativnih deviznih rezerv in imetij nebančnih transaktorjev v tujini sestavljajo devizne rezerve. Devizne rezerve so pomembne predvsem zaradi zagotavljanja zunanje likvidnosti ali sposobnosti plačevanja s tujim denarjem. Vsaka posamezna sestavina deviznih rezerv zagotavlja namreč drugačno zunanjo likvidnost. Največjo zunanjo likvidnost zagotavljajo mednarodne denarne rezerve, takoj za njimi operativne devizne rezerve, najmanj pa jo zagotavljajo imetja nebančnih transaktorjev (Ribnikar, 1998, str. 43).

Mednarodne denarne rezerve so definirane kot sredstva, ki jih denarne oblasti lahko uporabljajo posredno ali pa prek njihove konvertibilnosti v druga sredstva za podpiranje deviznega tečaja, če plačila v tujino presegajo plačila iz tujine; kar pomeni, da so zunanja plačila v deficitu. Splošnejša definicija pa pravi, da se mednarodne denarne rezerve uporabljajo za financiranje salda na tekočem računu plačilne bilance (Lavrač, 1985, str. 1).

Mednarodne denarne rezerve so sredstva, ki so na razpolago monetarnim oblastem za plačilnobilančne potrebe. S temi sredstvi se financira primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance in to predvsem takrat, ko je primanjkljaj kratkoročnega, slučajnega ali reverzibilnega značaja. Črpanje mednarodnih denarnih rezerv je samo eden od načinov financiranja salda tekočega računa plačilne bilance. Saldo na tekočem računu je namreč mogoče financirati tudi z zadolževanjem v tujini ali pa z neposrednimi tujimi naložbami. Mednarodne devizne rezerve pa se uporabljajo tudi v primeru presežka na tekočem računu plačilne bilance, le da v tem primeru presežek povzroči akumuliranje deviznih rezerv.

6.1. STRUKTURA MEDNARODNIH DENARNIH REZERV

Mednarodne denarne rezerve sestavljajo:

- devizna in druga imetja, nominirana v tuji valuti kot prvovrstna terjatev do tujcev (praviloma tujih centralnih bank) centralne banke v tujini,
- rezervna tranša ali rezervna postavka pri MDS, ki velja samo za članice MDS, pri čemer ima vsaka država eno rezervno in štiri kreditne tranše; brezpogojna je samo pridobitev rezervne, medtem ko se pogoji za pridobitev kreditnih tranš stopnjujejo,
- posebne pravice črpanja pri MDS, ki jih lahko pridobi in v tem smislu uporablja samo članica MDS,
- monetarno zlato, ki je praviloma v obliki zlatih ploščic in palic.

6.1.1. Devizne rezerve centralne banke

Devizne rezerve centralne banke so najpomembnejši in direktno uporabljivi del mednarodnih denarnih rezerv. Gre za imetja na računih pri bankah v tujini in navadno tudi za kratkoročne državne in druge vrednostne papirje. Brez deviznih rezerv centralna banka ne more voditi

politike deviznega tečaja, njihova velikost pa je odvisna od politike deviznega tečaja (Ribnikar, 1994, str. 2).

Pri upravljanju deviznih rezerv sledijo centralne banke trem ciljem v vrstnem redu: varnost, likvidnost in donosnost. Da bi centralne banke zagotovile čim boljše varnost svojih deviznih rezerv, morajo te ustrezno razpršiti tako med različne finančne naložbe kot tudi med različne valute. Namen diverzifikacije portfelja mednarodnih denarnih rezerv je zaščita pred nihanjem vrednosti posameznih naložb, kot so npr. naložbe v delnice in obveznice v tem portfelju (Sotlar, 2002, str. 33).

6.1.2. Zlato

Najstarejša oblika mednarodnih denarnih rezerv je monetarno zlato oziroma zlate rezerve pri monetarnih oblasteh. Zlato je imelo pomembnejšo vlogo v času zlate valute. Takrat je bilo zlato edina oblika mednarodnih denarnih rezerv, ki se je dejansko uporabljalo za odpravljanje neravnotežij v plačilni bilanci. Danes je njegova vloga precej manjša. Uporablja se le v primeru posebnih nepričakovanih dogodkov, kot so na primer vojne, včasih kot jamstvo pri najemanju kreditov ali pa za splošno povečanje bonitete države na mednarodnih finančnih trgih (Lavrač, 1985, str. 2).

Centralne banke držijo zlato v mednarodnih denarnih rezervah iz več razlogov, ki se skozi zgodovino niso spremenili, zaradi česar se tem razlogom reče kar tradicionalni razlogi. Eden od teh govori, da je zlato odlično sredstvo za zavarovanje pred inflacijo, saj njegova realna vrednost ostaja na dolgi rok bolj ali manj nespremenjena. Zlato pa pomeni tudi varno naložbo, ki ni pod neposrednim vplivom ekonomskih politik posameznih držav, kar je razlog, da na svetovnih finančnih trgih pridobiva pomen v času kriznih razmer. Za držanje zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank pa so tudi drugi razlogi, ki poudarjajo boljše razpršenost naložbenih portfeljev, visoko likvidnost zlata in primerljivo donosnost naložb v zlato z donosnostjo nekaterih deviznih naložb, kot so na primer naložbe, denominirane v japonskih jeni (Sotlar, 2002, str. 33).

Leta 2001 se je opazno povečala vrednost monetarnega zlata iz 0,1 na 67,2 milijona USD (glej tabelo 2 na strani 19). Tega leta je Slovenija iz naslova razdelitve premoženja nekdanje Jugoslavije prejela približno 7,6 tone zlata, kar znaša približno 1,8 odstotka njenih mednarodnih denarnih rezerv (Sotlar, 2002, str. 33).

6.1.3. Rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu

Rezervna tranša so sredstva Mednarodnega denarnega sklada, do katerih lahko pridejo članice, če imajo plačilnobilančne težave. Definirana je kot brezpogojni kredit, ki ga lahko dobi država

članica Mednarodnega denarnega sklada. Ker dobiva država sredstva v višini rezervne tranše brezpogojno, lahko to neizkoriščeno tranšo uvrsti k svojim mednarodnim denarnim rezervam (Ribnikar, 1999, str. 59).

Praviloma dobi država največ sredstev v višini ene tranše letno, to je 25 odstotkov članske kvote, ki je določena vsaki članici ob sprejemu v Mednarodni denarni sklad. Višina kvote, ki jo mora članica vplačati na račun Mednarodnega denarnega sklada, je odvisna od ekonomske velikosti države in velikosti njene zunanje trgovine. Višina rezervne tranše, ki jo dobi Slovenija, je okrog 80 milijonov SDR (Ribnikar, 1999, str. 58).

6.1.4. Posebne pravice črpanja

Posebne pravice črpanja so imetja na posebnem računu, ki se ne morejo neposredno uporabiti za poseg na deviznem trgu, ampak šele potem, ko se prenesejo na drugo centralno banko v drugi državi in se zamenjajo za konvertibilne valute. So pa tudi posebna vrednostna enota, saj se vsi finančni podatki Mednarodnega denarnega sklada izražajo v tej enoti.

Za posebne pravice črpanja so pomembne osnovne stvari, kot so na primer, kdo naj odloča o alokaciji posebnih pravic črpanja, vprašanje obrestovanja, kriterij za dodeljevanje sredstev državam članicam in pravila, kdaj lahko porabijo denar (Ribnikar, 1999, str. 62-63).

Države članice Mednarodnega denarnega sklada, ki imajo večino glasov, odločajo o alokaciji posebnih pravic črpanja. Število glasov je sorazmerno kvoti države pri Mednarodnem denarnem skladu, ki je osnova za dodelitev posebnih pravic črpanja. Slovenija kot majhna država dobi teh sredstev malo, to je okrog 25,4 milijona SDR.

Članice morajo plačevati tudi obresti, vendar samo takrat, ko nastane razlika med dodeljenimi posebnimi pravicami črpanja in imetji posebnih pravic črpanja. Uporablja pa se obrestna mera, ki je izračunana kot povprečje obrestnih mer v petih državah, katerih valuta se uporablja pri določanju vrednosti posebnih pravic črpanja.

Centralna banka lahko to obliko mednarodnih denarnih rezerv prenese na neko drugo centralno banko, če ima za njihovo uporabo plačilnobilančne razloge. Države s presežkom na tekočem računu plačilne bilance sprejemajo posebne pravice črpanja. Centralna banka pa jih lahko odkloni v primeru, če je njeno stanje posebnih pravic črpanja enako 300 odstotkom dodeljenih sredstev.

Posebne pravice črpanja imajo z rezervno pozicijo pri Mednarodnem denarnem skladu nekaj skupnih značilnosti, ki so (Lavrač, 1985, str. 4):

- obe obliki mednarodnih denarnih rezerv imata do kredita specifično pravico, ki je avtomatična in nepogojena (edini pogoj je le plačilnobilančna potreba),

- njuna uporaba za posredovanje na deviznem trgu ali za poravnavanje mednarodnih plačilnih obveznosti je posredna, saj zahteva prehodno zamenjavo v devize,
- v skupnih mednarodnih denarnih rezervah je njun delež majhen, kar pomeni, da nimata večjega količinskega pomena.

6.2. KORISTI IN STROŠKI MEDNARODNIH DENARNIH REZERV

Mednarodne denarne rezerve povzročajo državi tako koristi kot tudi stroške. Koristi se nanašajo na osnovno funkcijo; to je financiranje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance. Uporaba mednarodnih denarnih rezerv je koristna, ko gre za enkratne močne plačilnobilančne motnje (šoke, kot na primer naftni šok), ker državi to daje potrebno fleksibilnost in omogoča postopno plačilnobilančno prilagajanje. Druga korist izhaja iz tega, da določena raven mednarodnih denarnih rezerv tudi ugodno vpliva na mednarodno kreditno sposobnost države na mednarodnih finančnih trgih, tako da lahko po potrebi pride do kreditov, potrebnih za financiranje plačilnobilančnega neravnotežja.

Nekatere oblike mednarodnih denarnih rezerv (devizne rezerve, vložene v kratkoročne vrednostne papirje, SDR) pa prinašajo stroške v obliki obresti. Drugi strošek, ki ga ima država zaradi držanja mednarodnih deviznih rezerv, je oportunitetni strošek v smislu izgubljenega prirasta družbenega produkta, ki bi ga lahko dosegli, če mednarodnih denarnih rezerv ne bi držali in bi se porabile za uvoz in produktivno investiranje. Ker je mednarodne denarne rezerve praviloma treba zaslužiti z izvozom blaga, se lahko gleda na stroške držanja mednarodnih denarnih rezerv kot na žrtvovani družbeni produkt, ki se ni porabil v domačem gospodarstvu.

6.3. MEDNARODNE DENARNE REZERVE BANKE SLOVENIJE

Ena od nalog Banke Slovenije je zagotavljanje splošne likvidnosti Slovenije do tujine. To ji omogoča imetje v tujini, ki je v obliki vlog pri najboljših tujih bankah in v vrednostnih papirjih. To finančno premoženje banke Slovenije predstavljajo mednarodne denarne rezerve.

V Letnem poročilu Banke Slovenije so mednarodne denarne rezerve opredeljene kot (Letno poročilo BS za leto 2001, 2002, str. 59):

- tuja gotovina in devizna imetja v tujini,
- prvovrstni vrednostni papirji tujih izdajateljev,
- monetarno zlato,
- imetja SDR in rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu.

Iz podatkov v tabeli 2 na naslednji strani je razvidno, da so mednarodne rezerve iz leta v leto počasi naraščale in se akumulirale. Do preobrata je prišlo le leta 1999, ko so se te nekoliko zmanjšale. To leto je bil primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance tolikšen, da ga

kapitalski prilivi iz tujine niso v celoti pokrili, kar je povzročilo, da se je povečalo povpraševanje po devizah, ki je preseгло njihovo ponudbo (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999, 2000, str. 34). V nadaljnjih letih pa so se devizne rezerve spet povečevale.

Tabela 2: Mednarodne denarne rezerve v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mednarodne denarne rezerve	1499,0	1820,8	2297,4	3314,7	3638,5	3168,1	3196,1	4397,1
Monetarno zlato	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	67,2
Imetja SDR	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,6	3,7	5,0
Rezervna pozicija pri MDS	18,8	19,1	18,5	17,4	65,4	107,6	82,3	80,6
Devizne rezerve	1480,1	1801,6	2278,7	3297,2	3572,9	3058,8	3110,0	4244,3

Vir: Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001, 2002, str. 59.

Največji delež v mednarodnih denarnih rezervah predstavljajo devizne rezerve Banke Slovenije. Leta 1994 je največji delež v deviznih rezervah predstavljalo predvsem imetje na računih oziroma bančne vloge pri bankah v tujini. Poleg vlog pa sestavljajo devizne rezerve Banke Slovenije še prvovrstni tuji dolžniški vrednostni papirji, katerih delež v deviznih rezervah se je iz leta v leto povečeval in je leta 2001 dosegel že 68 odstotkov. Za to finančno premoženje je značilno, da ni v zvezi z njim nobenega kreditnega tveganja in da je likvidno. Banka Slovenije vsako leto povečuje delež naložb v vrednostne papirje, predvsem državne, in tako ob izboljšani likvidnosti zmanjšuje kreditno tveganje (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001, 2002, str. 60).

Tabela 3: Devizne rezerve Banke Slovenije v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Devizne rezerve	1480,1	1801,6	2278,7	3297,2	3572,9	3058,8	3110,0	4844,3
Gotovina in vloge	1388,7	1593,0	1891,8	2191,1	1576,2	869,4	986,4	1999,8
Vrednostni papirji	91,4	208,5	386,9	1106,1	1996,6	2189,4	2123,5	2844,5

Vir: Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

Za devizne rezerve je pomembna tudi valutna sestava, s katero pa je povezano valutno tveganje, ki se mu nobena centralna banka ne more popolnoma izogniti (Ribnikar, 1994, str. 2). Odločitve centralne banke o spremembi valutne sestave njenih deviznih rezerv so tvegane, ker nihče ne more napovedati, kaj se bo zgodilo s posameznimi valutami. Če bi ji uspelo, da bi prodala valute, še preden bi se njihova vrednost znižala, in kupovala, preden bi se njihova vrednost zvišala, bi s tem povečevala vrednost deviznih rezerv.

Druga možnost, ki jo ima centralna banka, da poveča vrednost deviznih rezerv, je prilagajanje valutne sestave svojih deviznih rezerv svojim obveznostim. To strategijo uporablja Banka Slovenije, ki ima kar nekaj obveznosti v obliki blagajniških zapisov, ki se vplačajo z diskontom v evrih (do leta 1999 so se v nemških markah) ali ameriških dolarjih. Te domače

obveznosti v tuji valuti znašajo približno polovico njenih deviznih rezerv, kar pomeni, da je za to polovico deviznih rezerv določena valutna sestava. Za drugo polovico pa prilagaja sestavo valutni sestavi deviznega odtoka in deloma pričakovanjem, kaj se bo zgodilo v bližnji prihodnosti z evrom in ameriškim dolarjem (Ribnikar, 1994, str. 2).

Na vsake tri mesece svet Banke Slovenije predpisuje osnovna pravila za upravljanje portfelja deviznih rezerv Banke Slovenije, ki vključujejo valutno strukturo, povprečno ročnost oziroma obrestno občutljivost deviznih vlog in naložb v vrednostne papirje, pa tudi izbor bank. Naložbe deviznih sredstev so namreč dovoljene le v finančne instrumente bank z najvišjimi bonitetami.

7. ZADOLŽEVANJE V TUJINI

Podobno kakor druge oblike tuje akumulacije tudi zadolževanje v tujini omogoča državi in njenim subjektom, da porabijo za naložbe ali za končno potrošnjo več, kakor sami prihranijo. Svoje potrebe ne financirajo le z domačimi prihranki, temveč tudi s prihranki držav s finančnimi presežki. Po eni strani zunanje zadolževanje lahko prispeva k hitrejši gospodarski rasti države dolžnice, po drugi strani pa lahko postane, če je pretirano in uporabljeno predvsem za neproduktivne namene, zaradi povečanih obremenitev za odplačevanje dolga ovira za prihodnji gospodarski razvoj države (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 48).

Bilo bi nesmiselno trditi, da zunanje zadolževanje na splošno predstavlja problem. Tako izposojevalec kot posojevalec imata lahko korist od mednarodnih tokov kapitala, to je od zadolženosti. Zunanja zadolženost sama po sebi ne predstavlja nobenega problema, toda lahko se izkaže, da je problematična, če se posojevalci in izposojevalci ne obnašajo racionalno ali če se gospodarski pogoji nepredvidljivo spremenijo. Težko je določiti, če so se tisti, ki sprejemajo odločitve, v resnici obnašali racionalno, kar pomeni, ali so pridobljena sredstva namenili v naložbe ali v potrošnjo na račun zmanjšanja domačega varčevanja (Nielsen, 1995, str. 114).

Koliko si država lahko mednarodno sposodi in pod kakšnimi pogoji je določeno s kreditno sposobnostjo določene države. Ustanove, kot je Standard & Poor, ocenjujejo zmožnost držav za izpolnjevanje finančnih obveznosti in odplačevanje dolga. Ocena in kreditna boniteta države sta odvisni od političnih in ekonomskih dejavnikov. Poleg politične stabilnosti so pomembni tudi gospodarski kazalci kot so na primer (Nielsen, 1995, str. 115):

- razmerje med mednarodno likvidnostjo in uvozom,
- razmerje med plačili obresti in izvozom,
- razmerje med izvozom in BDP,
- razmerje med zunanjim dolgom in BDP.

7.1. PORABA NAJETIH KREDITOV

Različni načini izkoriščanja sredstev tujih bančnih kreditov imajo zelo različne učinke na ustvarjanje deviznih prihodkov, potrebnih za njihovo servisiranje in posledično za ustvarjanje dolžniških problemov. Z analiziranjem porabe izposojenih sredstev se lahko ugotovi oziroma vsaj deloma oceni prispevek držav k povečanju svoje zadolženosti in tudi k dolžniški krizi, če do nje pride. Obstajajo trije osnovni načini porabe kreditov iz tujine (Mrak, 2002, str. 584):

a) naložbe v neposredno produktivne in izvozno usmerjene sektorje

Z ekonomsko racionalnimi investicijami v neposredno produktivne in izvozno usmerjene sektorje se omogoča tako povečanje bruto družbenega produkta države kot tudi njenega izvoza. To pomeni, da kljub povečanim obveznostim vračanja tujih kreditov države ne prihaja do povečevanja relativnega bremena zunanje zadolženosti. Možni pa so tudi primeri "slabih" investicij v neposredno produktivne sektorje, ki zahtevajo ogromne naložbe, financirane s krediti iz tujine, niso pa sposobni ustvariti sredstev za njihovo odplačevanje. Poudariti je treba, da so naložbe v produktivno in izvozno usmerjene sektorje potreben, ne pa tudi zadosten pogoj, da država ne bo zašla v dolžniške probleme.

b) vzdrževanje ali celo povečanje končne potrošnje

Produktivni potenciali države se v tem primeru ne povečujejo. To pomeni, če se obveznosti vračanja tujih kreditov povečujejo, se povečuje tudi relativno breme zunanjih dolgov za državo. Z zmanjševanjem kreditne sposobnosti države pa se njeni pogoji za zadolževanje na mednarodnem trgu kapitala zaostrujejo.

c) naložbe v socialno in gospodarsko infrastrukturo

Naložbe v infrastrukturo so lahko še tako upravičene s stališča družbenoekonomskega in socialnega razvoja, vendar neposredno ne ustvarjajo deviznih prihodkov, kar pomeni, da če niso racionalne glede svojega obsega, lahko državi povzročijo dolžniške probleme. Zaradi tega je eden od pomembnih problemov ekonomske politike v vsaki državi opredeliti dvoje. Prvič: opredeliti nacionalno vzdržno raven investicij v infrastrukturo, in drugič: zagotoviti dolgoročna sredstva za financiranje infrastrukture.

7.2. ZUNANJA ZADOLŽENOST SLOVENIJE

7.2.1. Obseg in struktura slovenskega dolga do tujine

Slovenski dolg do tujine se je v obdobju 1994 – 2001 kar potrojil, saj se je povečal z 2,2 na 6,7 milijarde USD. Tako povečanje obsega zunanjega dolga je posledica dveh vsebinsko zelo različnih procesov.

Slovenski dolg do tujine se je na eni strani povečal zaradi prevzema tistega dela nealociranega dolga, ki ga je Slovenija kot ena od naslednic nekdanje SFRJ prevzela v pogajanjih s tujimi upniki. Gre za enkratno povečanje v višini blizu 700 milijonov USD na podlagi sporazumov, sklenjenih z upniki v okviru Pariškega in Londonskega kluba, ki so omogočili, da se je Slovenija dokončno finančno osamosvojila in tako dosegla ugodne finančne bonitete na mednarodnih finančnih trgih (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001 str. 48).

Tabela 4: Stanje zunanjega dolga Slovenije v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dolgoročni dolg	2.179	2.920	3.931	3.988	4.805	5.283	6.118	6.591
Zasebni negarantirani dolg	841	1.479	1.935	1.974	2.479	2.832	3.453	3.881
Javni in javno garantirani dolg	1.338	1.441	1.997	2.014	2.326	2.451	2.665	2.710
Kratkoročni dolg	79	50	49	135	110	117	99	126
Uporabljena sredstva MDS	7	4	1	-	-	-	-	-
Celotno stanje dolga	2.258	2.970	3.981	4.123	4.915	5.400	6.217	6.717

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2000, str. 63 in marec 2002, str. 65.

Iz tabele je razvidno, da je dolg Slovenije do tujine od 1994 do 2001 narasel za skoraj 4,5 milijarde USD. Od tega prevzem dela nealociranega dolga nekdanje SFRJ predstavlja okoli 700 milijonov USD oziroma okoli 15 odstotkov celotnega povečanja, preostali del v višini kar okoli 3,8 milijarde USD oziroma 85 odstotkov pa predstavlja povečanje zadolženosti Slovenije do tujine na podlagi novega zadolževanja. Prav to novo zadolževanje je največ prispevalo k povečanju slovenske zunanje zadolženosti v obravnavanem obdobju.

K visoki dinamiki zunanjega zadolževanja slovenskih bank pa so predvsem v obdobju 1993 do 1996 prispevali tudi naslednji razlogi (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 48):

- izboljšana boniteta Republike Slovenije na finančnih trgih, kar je odprlo dostop slovenskim bankam do sredstev na teh trgih,
- razmeroma nizki stroški zadolževanja v tujini v primerjavi s tovrstnimi stroški v Sloveniji,
- in dejstvo, da pri zadolževanju v tujini v prvih letih po razglasitvi neodvisnosti ni bilo nikakršnih omejitev.

Glede na sestavo zunanjega zadolževanja po vrstah dolga je v obdobju 1994 do 2001 k njegovemu povečanju največ prispevala rast obsega zasebnega negarantiranega dolga. Ta oblika zunanjega zadolževanja, katerega nosilci so bile povečini slovenske komercialne banke, se je namreč povečala za skoraj tri milijarde USD, to je z 0,8 milijarde USD konec leta 1994 na 3,8 milijarde USD konec leta 2001.

Umirjeno zunanje zadolževanje je opaziti v letu 1997, ko je bilo dotedanje povečanje zadolževanja slovenskih bank v tujini pravzaprav prekinjeno. Razlog za to so predvsem ukrepi Banke Slovenije, ki so jih sprejeli že leta 1996, da bi omejili priliv kapitala v državo. Banka

Slovenije je za omejevanje zadolževanja v tujini uvedla 40 odstotni tolarski depozit za finančne kredite z rokom odplačila do sedem let in od poslovnih bank zahtevala usklajenost devizne pozicije. Manj pa je na zmanjšanje rasti zadolževanja do tujine vplivalo znižanje obrestnih mer v Sloveniji (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 49).

Od leta 1998 naprej se je rast zunanjega zadolževanja spet povečala. V letu 1998 se je to zgodilo predvsem zaradi neugodnega valutnega gibanja, saj je ameriški dolar močno izgubil vrednost glede na evropske valute, zlasti na nemško marko. Zaradi velikega deleža slovenskega zunanjega dolga, denominiranega v evropskih valutah, se je znatno povečal dolg, izražen v ameriških dolarjih.

Odprava tolarskega depozita za finančne kredite z rokom odplačila do sedem let v februarju leta 1999, za katero se je centralna banka odločila v kontekstu začetka veljavnosti Pridružitvenega sporazuma z Evropsko unijo, in tudi likvidnostni problemi v bančnem sektorju, ki so se pojavili v prvi polovici leta 1999, ko so tekle priprave na uvedbo davka na dodano vrednost, sta glavna razloga, ki sta prispevala k zunanjemu zadolževanju v letih 1999 in 2000 (Simoneti et al., 2001, str. 49).

Prav tako kot delež uporabljenih sredstev Mednarodnega denarnega sklada v zunanjem dolgu je tudi delež kratkoročnega dolga v njem zanemarljiv, saj ta redko preseže tri odstotke. Dolgoročni zunanji dolg, katerega zapadlost je daljša od enega leta, je v letu 2001 predstavljal kar 98 odstotkov celotnega zunanjega dolga. Iz tega je razvidno, da je za Slovenijo značilno dolgoročno zunanje zadolževanje.

Tabela 5: Struktura dolgoročnega dolga v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Zasebni negarantirani dolg	841	1.479	1.935	1.974	2.479	2.832	3.453	3.881
Skupaj komercialne banke	586	1.044	1.432	1.447	1.705	2.112	2.574	2.804
Javni in javno garantirani dolg	1.331	1.437	1.996	2.014	2.326	2.451	2.665	2.710
Uradni kreditorji	749	702	770	711	740	650	743	736
<i>Mednarodne organizacije</i>	472	482	541	569	579	503	486	483
<i>Vlade oz. njihove agencije</i>	227	220	229	142	161	147	257	253
Zasebni kreditorji	582	735	1.226	1.303	1.586	1.801	1.922	1.974
<i>Obveznice</i>	-	-	945	1.063	1.218	1.435	1.568	1.661
<i>Komercialne banke</i>	569	725	275	238	368	366	354	312
<i>Ostali zasebni kreditorji</i>	13	10	6	2	0	-	-	1
Stanje dolgoročnega dolga	2.172	2.916	3.931	3.988	4.805	5.283	6.118	6.591

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2000, str. 63 in marec 2002, str. 65.

Uradni kreditorji, to so mednarodne finančne institucije in vlade oziroma njihove agencije, predstavljajo manjši vir zadolževanja v tujini. Njihov delež dolga v dolgoročnem zunanjem dolgu se je z leti zmanjševal, čeprav višina njihovega dolga ostaja vsako leto približno na isti

ravni. Povečuje pa se delež zasebnih kreditorjev, med njimi prevladujejo komercialne banke, v dolgoročnem zunanjem dolgu, saj je ta s 65 odstotkov v letu 1994 narasel kar na 95 odstotkov v letu 2001.

Višina zunanjega dolga Slovenije ni visoka, vendar pa ta podatek ne pove, ali je država prezadolžena ali ne, saj majhen obseg zunanje zadolženosti še ne pomeni, da ni prezadolžena. Država je prezadolžena takrat, ko ni dovolj produktivno uporabljala tujih kreditov in zato ni več sposobna tekoče servisirati svojih obveznosti do tujih kreditorjev, ne glede na sam obseg tuje zadolženosti (Mrak, 1987, str. 141). Zato je zelo pomembno, da bo Slovenija dobro izkoristila tuja sredstva, predvsem, da jih bo usmerila v neposredno produktivne in izvozno usmerjene sektorje, saj ti dajejo devizne prihodke, ki so potrebni za servisiranje dolgov.

7.2.2. Glavni vzrok zadolževanja Slovenije v tujini

Kot vzrok za precejšnje zadolževanje v tujini se pogosto navaja neustrezna ponudba slovenskih bank, ki naj bi kar silila podjetja v najemanje posojil pri bankah v tujini. Tolarske vloge podjetij, prebivalstva, vladnega sektorja in drugih finančnih organizacij (brez bank), to je varčevanje nebančnih sektorjev, so edini vir za odobravanje toolarskih posojil in za tekoča likvidnostna sredstva, kot so blagajna, žiro račun in obvezna rezerva (Kordež, 2001, str. 29).

Tabela 6: Tolarske in devizne vloge, tolarška posojila v letih 1994 – 2001 v mrd SIT

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tolarske vloge skupaj	440	549	682	918	1167	1288	1420	1783
Blagajna, ž.r. in obv. rez. ¹	31	38	48	63	74	79	87	103
Tolarška posojila skupaj	319	504	627	760	962	1187	1368	1587
<i>Podjetja</i>	214	328	400	466	574	627	723	863
<i>Prebivalstvo</i>	91	161	207	241	302	436	492	532
<i>Proračun in ostalo</i>	14	15	20	53	86	124	153	192
Neplahirane toolarske vloge	90	7	7	95	131	22	-35	93
Devizne vloge	245	325	435	458	473	545	704	931
Skupno varčevanje	685	874	1117	1376	1640	1833	2124	2714

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2002, str. 26-33.

Iz podatkov v tabeli 6 je razvidno, da je obseg privarčevanih sredstev skoraj enak odobrenim posojilom v posameznem letu, prostih toolarskih sredstev pa je relativno malo. Iz tega se lahko sklepa, da poslovne banke odobrijo vsa privarčevana tolarška sredstva v obliki toolarskih posojil in da več virov ni na voljo. Devizne vloge, ki so v glavnem od prebivalstva, pa so večinoma plasirane v tujini. Obseg toolarskih posojil, ki jih odobrijo slovenske poslovne banke, je odvisen od obsega varčevanja v tolarjih, kar pomeni, da se večji obseg toolarskih posojil lahko zagotovi

¹ ž.r. – žiro račun, obv. rez. – obvezne rezerve

samo z večjim obsegom varčevanja v tolarjih. V Sloveniji se od leta 1999 devizno varčevanje krepi. Tolarsko varčevanje bi se lahko povečalo, če bi se sredstva iz deviznih vlog prelila v tolarska, kar pa bi se zgodilo, če bi prebivalstvo ocenilo, da bo rast deviznih tečajev počasnejša.

Tolarske bančne vloge so predvsem kratkoročne in po mnenju Ribnikarja so neutemeljena pričakovanja, da se bo njihova ročnost precej podaljševala, saj želijo bančni deponenti imeti likvidne bančne vloge. Možnost, da bi banke preoblikovale ročnost sredstev, pa je tudi zelo majhna, predvsem zaradi njihove majhnosti in majhnosti slovenskega bančnega sistema (Ribnikar, 2000b, str. 11). Ker domače banke ne morejo odobriti toliko dolgoročnih sredstev, kot jih podjetja želijo, si jih bodo morale priskrbeti s pomočjo bank in finančnega trga iz tujine. To pa je tudi ena od možnosti, da bi se zmanjšalo zadolževanje v tujini.

7.3. KAZALCI ZUNANJE ZADOLŽENOSTI

Za nacionalno gospodarstvo je pomembno, kakšno obremenitev predstavlja zunanja zadolženost. To je težko predpostaviti samo iz obsega zunanjega dolga. Relativni kazalci veliko bolje kot absolutni prikazujejo kreditno sposobnost določene države. Predvsem s primerjavo podatkov o zadolženosti v tujini oziroma odplačilih dolga z različnimi makroekonomskimi agregati je namreč mogoče ugotoviti, kakšno obremenitev zunanji dolgovi pomenijo za državo oziroma njeno gospodarstvo. Vendar samo en kazalec ne more pokazati objektivne slike zunanje zadolženosti. Za to je potrebno kombinirati več kazalcev. Med pomembnejše kazalce, ki jih je na temelju večdesetletnih izkušenj identificirala Svetovna banka, sodijo (Mrak, 1995, str. 13):

- delež zunanjega dolga v domačem proizvodu (EDT/GDP – total external debt to gross domestic product), katerega kritična meja je 50 %,
- delež celotnega zunanjega dolga v skupnem izvozu blaga in storitev (EDT/XGS – total external debt to exports of goods and services), katerega kritična meja je 275 %,
- delež odplačila glavnice in obresti v skupnem izvozu blaga in storitev (TDS/XGS – total debt service to exports of goods and services), katerega kritična meja je 30 %,
- delež odplačila obresti v skupnem izvozu blaga in storitev (INT/XGS – total interest payments to exports of goods and services), katerega kritična meja je 20 %.

Med srednje zadolžene države se uvršča tiste, katerih trije od navedenih kazalcev presegajo 60 odstotkov kritične meje, vse druge države pa se uvršča med nizko zadolžene (Mrak, 1995, str. 13).

Pogosto se uporabljajo tudi drugi kazalci, kot sta na primer (Defrančeski, 1998, str. 29):

- kazalec, ki kaže razmerje med deviznimi rezervami in uvozom blaga in storitev (DR/IM – exchange reserves to imports of goods and services), ki se ne sme gibati nad osem odstotkov, če kreditojemalec želi dobiti kredit,

- kazalec, ki kaže delež kratkoročnega dolga v celotnem dolgu (STOD/EDT – short-term debt to total external debt), ki pove, za koliko časa ima država devizne rezerve, pri čemer naj bi jih bilo za pokrivanje pet- do šestmesečnih potreb po uvozu blaga in storitev.

Med ugodnejše kazalce sodijo tisti, ki predstavljajo dolžniške obveznosti v primerjavi z deviznimi prihodki, in ne toliko kazalci, ki predstavljajo dolžniške podatke v primerjavi z domačim proizvodom. Poleg kazalcev so pomembne tudi gospodarske in politične razmere v državi. Šele proučitev vseh teh dejavnikov skupaj bo dala celovito in pravo sliko o zunanji obremenjenosti države.

7.3.1. Dolžniška obremenjenost Slovenije

Glede na kazalce zunanje zadolženosti, ki so prikazani v tabeli, se dobro vidi, da ima Slovenija relativno majhno dolžniško breme. Vendar se kazalci zunanje zadolženosti poslabšujejo. Najbolj se je spremenil kazalec, ki kaže delež celotnega dolga v izvozu blaga in storitev, saj se je od leta 1994 do leta 2001 povečal za 32 odstotnih točk, kar pa še ni zaskrbljujoče glede na višino kritične meje. V primerjavi z letom 1994 pa se je delež zunanjega dolga v bruto družbenem produktu spremenil za 22 odstotnih točk; to je na 37,8 odstotka bruto družbenega produkta, kar pa ni tako zelo daleč od kritične meje. Vendar je treba gledati več kazalcev, ki pa prepričljivo prikazujejo, da Slovenija trenutno ni preveč zadolžena.

Tabela 7: Kazalci zunanje zadolženosti Slovenije v letih 1994 – 2001 v odstotkih

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Kritična meja
EDT/XGS	25,0	27,3	36,4	37,9	42,5	39,3	55,9	57,0	275 %
EDT/GDP	15,7	15,8	21,1	22,6	25,1	26,9	34,3	37,8	50 %
TDS/XGS	5,3	6,8	8,6	8,5	13,3	7,7	9,3	14,1	30 %
INT/XGS	1,4	1,5	1,8	2,1	2,1	2,3	2,7	3,1	20 %
STOD/EDT	3,5	1,7	1,2	3,3	2,2	2,1	1,6	1,9	nad 8 %
DR/IM	2,1	2,0	2,5	3,6	3,7	3,2	3,2	4,4	5 – 6 mesecev

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2000, str. 63 in marec 2002, str. 65

Kazalci o dolgu pa ne povedo, do katere meje se lahko država zadolžuje, saj so poleg njih zelo pomembne gospodarske, politične in socialne razmere v državi, pa tudi mednarodni gospodarski pogoji, kot so na primer stopnja rasti svetovne trgovine ali pogoji na mednarodnem trgu kapitala (Mrak, 1987, str. 139).

7.4. KREDITIRANJE TUJINE

V primerjavi s pridobivanjem komercialnih kreditov in posojil iz tujine je slovensko kreditiranje tujine po obsegu precej manjše, pa vseeno pomembno predvsem iz vidika ročnosti kreditiranja tujine.

Tabela 8: Stanja in tokovi komercialnih kreditov in posojil, danih tujini v letih 1994 – 2001
v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Komercialni krediti	1659,2	1809,7	1737,9	1880,0	2104,9	2002,0	2037,0	1816,2
Dolgoročni	183,3	179,5	168,7	155,4	180,1	199,4	193,1	154,1
Kratkoročni	1475,9	1630,2	1569,2	1724,6	1924,8	1802,6	1844,0	1662,1
Posojila	28,2	43,4	45,8	104,8	138,3	145,3	179,2	174,2
Dolgoročna	18,9	28,3	30,0	60,5	92,5	95,4	146,0	145,1
Kratkoročna	9,4	15,2	15,8	44,3	45,8	49,9	33,2	29,1
Letni odlivi kreditov	-8,7	-5,4	-316,8	-351,6	-468,5	-313,2	-160,4	-207,9
Letni odlivi posojil	-10,7	-17,0	-5,0	-64,5	-55,2	-42,2	-60,8	-30,8

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2002, str. 61,

Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

Največji odtok finančnega premoženja v tujino namreč predstavljajo kratkoročni krediti. Vrednosti tokov danih kreditov tujini in tudi njihova stanja so v obdobju 1994 – 2001 nekoliko nihala. Vrednost tokov in tudi stanj danih kreditov je bila najvišja leta 1998. Od tega leta so te vrednosti začele padati, vendar se je že v lanskem letu trend obrnil, kar pomeni, da se lahko v prihodnosti pričakuje nadaljnje povečanje kreditiranja tujine.

8. NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE

Neposredne tuje naložbe so ena izmed oblik mednarodnega gibanja kapitala. Opredeljene so kot tiste naložbe, ki imajo namen vzpostaviti trajne poslovne odnose in izvajati učinkovit vpliv in nadzor nad upravljanjem gospodarske družbe. Po priporočilih Mednarodnega denarnega sklada je neposredna naložba vsaka investicija, kjer ima tuji investitor deset ali več odstotni delež v kapitalu podjetja, v katerega je investiral.

Sredstva neposrednih naložb se nalagajo za ustanovitev novega objekta, za prevzem že obstoječega objekta ali pa za razširitev obstoječega podjetja. Neposredne naložbe se vlagajo v finančni obliki, tako kot je to načelno značilno za portfeljske naložbe, ki se kombinirajo z vlaganji v nefinančni obliki, saj gre običajno za transfer cele vrste različnih virov; od finančnih sredstev, opreme, tehnologij do managerskih znanj itd. (Rojec, 1994, str. 27).

Mnogi menijo, da so neposredne tuje naložbe najboljša oblika mednarodnega gibanja kapitala, saj naj bi bile za nacionalno gospodarstvo še najmanj škodljive. Poleg stabilnosti prinašajo nova delovna mesta, opremo, tehnološka, poslovodna, marketinška in druga znanja, omogočajo dostop domačih podjetij na tuje trge in pospešujejo gospodarsko dejavnost. Prek transfera paketa naštetih razvojnih elementov lahko neposredne tuje naložbe prispevajo k realizaciji ciljev (Rojec, Kovač, 1999, str. 67):

- pospeševanje prestrukturiranja proizvodnje in drugih dejavnosti,
- zaposlovanje, še posebej tehničnega in visokokvalificiranega kadra,
- dvig izvozne sposobnosti,
- tehnično–tehnološko posodabljanje, razvijanje lastnih tehnoloških sposobnosti in
- prenašanje pozitivnih učinkov na druga podjetja.

Neposredne tuje naložbe imajo tudi slabe strani, kot so na primer izguba nacionalne suverenosti, brezbržnost do okolja, razosebljanje, dobiček kot edini cilj poslovanja itd. (Oplotnik, 2002, str. 62).

8.1. NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE V SLOVENIJI

Tuje neposredne naložbe v zadnjih desetletjih dosegajo zelo visoke stopnje rasti (Jaklič, 2002, str. 383) in postajajo vse pomembnejša oblika mednarodne menjave. Ta oblika finančnega premoženja ima pomembno vlogo v razvoju države prejemnice, še posebej, če se država poteguje za vstop v Evropsko unijo, kar si Slovenija prav gotovo želi.

Stanje tujih neposrednih naložb v Sloveniji se je v obdobju 1994 – 2001 povečalo s 1325,9 milijona USD na 3209 milijonov USD oziroma približno za 142 odstotkov. Povečevanje skupne vrednosti naložb je bilo največje v letih 1994 in 1995. Stopnja rasti neposrednih tujih naložb je bila leta 1994 38,9 odstotka oziroma leta 1995 33 odstotkov, medtem ko je v naslednjih letih začela padati, z izjemo leta 1998. Od leta 1999 pa se stopnja rasti neposrednih tujih naložb v Sloveniji spet povečuje.

V obdobju 1994 – 1997 se je hkrati s povečevanjem stanja neposrednih naložb tujcev v Slovenijo povečeval tudi obseg vsakoletnih prilivov od naložb tujcev v Slovenijo. Kljub znatnemu povečanju stanja neposrednih tujih naložb pa kažejo prilivi tujih neposrednih naložb v obdobju 1998 – 2000 strmo padajoč trend. Do leta 1998 so bili prilivi vsako leto večji, nakar so začeli močno padati in so v letu 2000 padli na 175,5 milijona USD. Leta 1998 je vlada vpeljala skrbniške račune za portfeljske naložbe, kar je očitno negativno vplivalo tudi na neposredne tuje naložbe.

Iz teh podatkov se lahko sklepa dvoje (Rojec, 2000, str. 5):

- Skromni prilivi tujih neposrednih naložb kažejo, da se tuji investitorji izogibajo Slovenije in da je bila liberalizacija kapitalskih tokov nezadostna, da bi privabila tuje neposredne naložbe, saj je število novih tujih investitorjev zanemarljivo.
- Naraščanje stanja tujih neposrednih naložb, ki je večje od njihovega priliva, pa kaže, da so se obstoječi tuji investitorji okrepili in povečali svoje dejavnosti v Sloveniji, kar kaže na njihovo pozitivno vrednotenje Slovenije kot investicijske lokacije.

Tabela 9: Tokovi, stanja in spremembe stanj neposrednih tujih naložb v Sloveniji v letih 1994 – 2001²

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
VREDNOSTI v mio USD								
Stanje konec leta – vrednost skupaj	1325,9	1763,4	1998,1	2207,3	2777,0	2682,4	2892,7	3209,0
Lastniški kapital in reinvest. dobički	966,5	1203,5	1274,9	1559,4	2016,2	1910,1	1969,1	2185,6
Ostali kapital	359,4	559,8	723,1	647,9	760,8	772,4	923,6	1023,4
<i>Obveznosti do tujega investitorja</i>	475,7	697,4	897,9	834,9	871,7	883,5	1056,8	1225,2
<i>Terjatve do tujega investitorja</i>	-116,2	-137,6	-174,7	-186,9	-110,9	-111,1	-133,2	-201,8
Sprememba stanja – vrednost skupaj	371,3	437,5	234,7	209,2	569,7	-94,6	210,3	316,3
Lastniški kapital in reinvest. dobički	257,0	237	71,4	284,5	456,8	-106,1	59,0	216,5
Ostali kapital	114,5	200,4	163,3	-75,2	112,9	11,6	151,2	99,8
Letni priliv	128,1	177,4	194,0	375,2	247,9	181,2	175,5	441,8
STOPNJE RASTI v %								
Stanje konec leta – vrednost skupaj	38,9	33,0	13,0	10,5	25,8	-3,4	7,8	11,0
Letni priliv	13,7	38,5	9,4	93,4	-33,9	-26,9	-3,1	151,7

Vir: Rojec, 2000, str. 6;

Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

Do pozitivnih sprememb je prišlo v letu 2001, ko so se prilivi neposrednih tujih investicij precej povečali na celih 441,8 milijona USD, predvsem zaradi nekaterih za slovenske razmere velikih tujih akvizicij. Tudi v prihodnjih letih se lahko pričakuje najmanj tolikšne zneske letnih prilivov neposrednih tujih investicij, ob predpostavki, da bo država uresničila napovedano privatizacijo državnega premoženja, ki tako iz razvojno-strateških kot iz javnofinančnih razlogov ne more potekati brez pomembne vloge tujih investitorjev. Ob ustrezni podpori politike spodbujanja neposrednih tujih naložb bi povečanje prilivov neposrednih tujih investicij pozitivno vplivalo tudi na zaznavo Slovenije kot lokacije za neposredne tuje naložbe in s tem na njihovo povečanje nasploh.

² Neskladnost med stanji in tokovi neposrednih naložb je posledica več razlogov. Najpomembnejši so: a) stanja vključujejo nekaj elementov, ki niso zabeleženi v tokovih (vzajemno kreditiranje, investicije v naravi, itd.); b) v stanjih so zajeti tudi reinvestirani dobički; c) podatki o stanjih neposrednih naložb so na voljo iz poročil o stanju in prometu s povezanimi podjetji, vir podatkov o tokovih pa je sistem poročanja o transakcijah s tujino oziroma plačilni promet s tujino.

Najpomembnejši neposredni investitorji v Slovenijo prihajajo iz držav Evropske unije, med katerimi prevladujejo Avstrija, Nemčija, Francija in Italija. V letu 2000 je imela Avstrija 45,5 odstotka celotne vrednosti neposrednih tujih naložb v Sloveniji, Nemčija 12,5 odstotka, Francija 10,6 odstotka in Italija 5,4 odstotka (Neposredne naložbe – Direct investment: statistika, 1996 – 2000, 2001, str. 33-34). Vrednosti neposrednih tujih naložb iz drugih evropskih držav in od drugod zaostajajo. Pomembnejše so le ZDA s 3,9 odstotka celotne vrednosti neposrednih tujih naložb v Sloveniji, sledijo jim Češka s 3,7 odstotka, Švica, Velika Britanija in Severna Irska s 3,6 odstotka in Nizozemska z 2,9 odstotka (Neposredne naložbe - Direct investment: statistika, 1996 – 2000, 2001, str. 33-34). Geografski položaj Slovenije in njena bližina državam Evropske unije sta glavna razloga za prevladovanje teh držav.

Pomen tujih neposrednih investicij v slovenskem podjetniškem sektorju se povečuje. Analize prikazujejo, da so podjetja v tuji lasti zelo uspešna pri izvozu, kjer so realizirala nič manj kot 27,6 odstotka vsega izvoza slovenskega podjetniškega sektorja (Rojec, 2000, str. 7). Podjetja v tuji lasti pa niso le čedalje pomembnejša za slovensko gospodarstvo, ampak so tudi mnogo uspešnejša od domačih. Razlike med uspešnostjo domačih in tujih podjetij se sicer zmanjšujejo, predvsem kar zadeva dobiček iz poslovanja na kapital in dodano vrednost na zaposlenega, vendar se na drugi strani povečujejo razlike kar zadeva investicijske izdatke na sredstva in izvoz kot delež prihodkov iz prodaje.

Velikost tujih neposrednih investicij, ki gredo v kakšno tranzicijsko državo, je postala od začetka devetdesetih let ali tako imenovane tranzicije pomembno merilo Evropske unije, kako daleč je kakšna država na poti v tržno gospodarstvo (Ribnikar, 2001, str. 43). Največ neposrednih tujih naložb je med ekonomsko najbolj razvitimi državami. Zato je pomembno, da Slovenija spodbuja tuje neposredno investiranje in čim prej odpravi ovire za tuje investitorje, da bi se tako velikost neposrednih tujih naložb povečala, s čimer bi se približali tržno razvitim državam.

8.1.1. Vzroki za nizko tuje investiranje v Sloveniji

Raziskave in analize so pokazale, da v Sloveniji za tuje investitorje obstajajo številne ovire. Ker se tuji investitorji v večini držav ne soočajo s toliko ovirami, kot se v Sloveniji, dobijo ti vtis, da se te ovire v veliki meri postavljajo prav zaradi njih, kar pa ni res, saj ovire (predvsem administrativne) veljajo za vse ekonomske subjekte v Sloveniji, torej tudi za domače.

Med najpomembnejše razloge za nizko tuje neposredno investiranje v Sloveniji se prišteva pravne omejitve za neposredne naložbe, ki so jih leta 1999 odpravili z novim deviznim zakonom. Vendar se je v naslednjih letih pokazalo, da odsotnost pravnih omejitev za neposredne tuje naložbe še ne pomeni zadostnega pogoja za njihov razcvet.

Pomembno oviro za neposredne tuje naložbe prav gotovo predstavlja majhnost slovenskega trga, ki se bo s članstvom v Evropski uniji bistveno zmanjšala. Vendar so pomembnejše ovire, ki zavirajo priliv neposrednih tujih naložb v Slovenijo (Rojec, 2000, str. 8):

- nedokončana tranzicija v smislu nepopolnega pravnega okvira za podjetniško delovanje in diskriminacija v korist določenih kategorij podjetij, kar povečuje stroške ustanavljanja in delovanja podjetij. Administrativne ovire za podjetja so številne. Med njimi gre za neustrezne predpise, za njihovo neustrezno izvajanje in za neprijaznost uradnikov (Rojec, Kovač, 1999, str. 66). Odpravljanje omenjenega je dolgotrajen postopek, ki je povezan z dokončanjem tranzicije in vključevanjem v Evropsko unijo (Rojec, Kovač, 1999, str. 67),
- problemi pri zagotavljanju poslovnih prostorov in zemljišč za poslovno, predvsem proizvodno dejavnost,
- veliko privatiziranih podjetij se še ni lotilo vseobsežnega prestrukturiranja, kar bi jih spodbudilo k iskanju strateških tujih partnerjev, in to še posebej velja za panoge z rastočimi ekonomijami obsega,
- dvoumni signali o slovenski naravnosti do tujih neposrednih naložb, saj v individualnih primerih negativna naravnost pogosto prevlada nad splošnimi izjavami v podporo tujim neposrednim naložbam,
- do leta 1999, ko so sprejeli vrsto ukrepov, ki so izboljšali investicijsko klimo, je bila politika tujih neposrednih naložb izrazito pasivno vodena in institucionalno neprimerno organizirana, medtem ko so bile sheme spodbud neustrezne v primerjavi z drugimi državami v regiji.

Raziskava svetovalnega centra za tuje naložbe (FIAS - Foreign Investment Advisory Service), ki je služba Svetovne banke in Mednarodne finančne korporacije (IFC - International Finance Corporation), je pokazala, da neposrednih tujih naložb pretirano ne zavirajo ne ukrepi Banke Slovenije ne davki ne carine, temveč naš birokratizem in državni nadzor nad gospodarstvom (Toplak, 2000, str. 3).

8.1.2. Spodbujanje neposrednih tujih investicij v Slovenijo

Zaradi neugodnih trendov prilivov neposrednih tujih investicij, analiz poslovanja podjetij s tujim kapitalom, ki poslujejo precej boljše od domačih podjetij ter prispevajo k prestrukturiranju slovenskega gospodarstva v smeri njegovih konkurenčnih prednosti, in vse pomembnejšega mesta neposrednih tujih investicij v procesih recesije in finančnih kriz se je Slovenija leta 1999 odločila odločneje spodbujati prilive tujih neposrednih investicij in s tem prekiniti neugodne trende na področju tujega investiranja pri nas.

Z ratifikacijo Evropskega sporazuma in začetkom procesa vstopanja Slovenije v Evropsko unijo je v ospredje stopila aktivna politika do neposrednih tujih investicij (Rojec, Kovač, 1999, str. 64). S strateškimi usmeritvami, z dograditvijo zakonskega in administrativnega okvira za neposredne tuje naložbe, z institucionalno dograditvijo spodbujanja neposrednih tujih naložb, z

investicijsko promocijsko aktivnostjo in s politiko investicijskih spodbud se bo prav gotovo v Slovenijo privabilo večje število tujih investorjev.

Že v letu 2001 so vidni pozitivni koraki v privabljanju neposrednih tujih naložb (glej tabelo 9 na strani 28). Nekoliko sta na to vplivala ukrepa, sprejeta leta 2000. Prvi je Program vlade Republike Slovenije za spodbujanje tujih neposrednih naložb za leto 2000, katerega cilj je povečati letni neto priliv tujih neposrednih naložb iz dotedanjega odstotka na tri odstotke BDP v obdobju naslednjih štirih let in to s poenostavitvijo administrativnih postopkov, z izboljšanjem dostopa do stavbnih zemljišč za investitorje v nove projekte in s prilagoditvijo obstoječega sistema ekonomskih spodbud. Predvsem se program zavzema za aktivno sodelovanje tujih investorjev pri privatizaciji državnega premoženja (Rojec, 2000, str. 9-10).

Drugi ukrep pa je poročilo o administrativnih ovirah za investitorje v Sloveniji, ki ga je po naročilu vlade Republike Slovenije pripravila svetovalna agencija FIAS pri Svetovni banki s ciljem, da se administrativni okvir za investitorje v Sloveniji čim bolj približa praksi Evropske unije.

Premajhni obsegi neposrednih tujih investicij nimajo močnih makroekonomskih učinkov. S spodbujanjem neposrednih tujih naložb v Slovenijo bi se tokovi bistveno povečali, njihovi učinki pa bi se kazali v povečanju družbenega proizvoda, povečanju zaposlenosti, izboljšanju plačilne bilance, povečanju konkurence, spremembi tržne strukture in spremembi interpanožnih povezav in odnosov.

Dolgoročni cilj Slovenije na področju neposrednih tujih investicij je, da bi te čim več prispevale k preobrazbi in prestrukturiranju gospodarstva za uspešno konkuriranje na notranjem trgu Evropske unije in k hitrejši rasti in razvoju (Rojec, Kovač, 1999, str. 67).

8.2. SLOVENSKE NEPOSREDNE NALOŽBE V TUJINO

Podjetja neposredno investirajo v tujini, ker razpolagajo z nekimi posebnimi lastniškimi prednostmi, in tudi zato, ker bi se rada v tujini kaj naučila in dopolnila svoje sposobnosti s tistimi, ki so na razpolago na teh trgih (Svetličič, Rojec, Trtnik, 2000, str. 625). Neposredno investiranje je sredstvo, ki pospešuje prestrukturiranje gospodarstva, krepi nacionalno konkurenčnost, večja tržne deleže, diverzificira izvoz oziroma gospodarsko strukturo v smeri povečanja dodane vrednosti in prodora na nova tržišča. Vse to niso le podjetniški, temveč tudi narodnogospodarski cilji.

Stanje slovenskih neposrednih naložb v tujini se je v obdobju 1994 – 2001 povečalo s 354 milijonov na 949,5 milijona USD. Podatki iz tabele 10 kažejo, da so vrednosti v tem obdobju nihale. Obseg stanj slovenskih neposrednih naložb v tujini je v letu 1995 narasel, v letu 1996 je znatno padel in ponovno stagniral v letu 1997 ter močno narašča od leta 1998. Podatki o letnih

odlivih iz naslova investiranja v tujini ne podpirajo nenadnega velikega povečanja stanja slovenskih neposrednih naložb v tujini leta 1995; stanje se je leta 1995 namreč povečalo kar za 105,9 milijona USD, medtem ko so bili odlivi v istem letu vsega 5,1 milijona USD. Nasploh letni odlivi kažejo drugačen trend kot spremembe stanj. Pri odlivih je od leta 1995, ko so bili negativni, prisoten stalen trend rasti, z izjemo leta 1998.

Tabela 10: Tokovi, stanja in spremembe stanj slovenskih neposrednih naložb v tujini v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Stanje konec leta – vrednost skupaj	354,0	489,9	459,5	459,4	636,2	626,5	767,6	949,5
Lastniški kapital in reinvest. dobički	342,4	366,2	342,9	324,7	381,5	379,1	464,0	584,2
Ostali kapital	11,7	123,7	116,5	134,7	254,7	247,4	303,6	365,3
<i>Obveznosti do tujega investitorja</i>	-253,7	-227,8	-230,1	-267,9	-177,1	-164,7	-163,9	-132,5
<i>Terjatve do tujega investitorja</i>	265,4	351,6	346,7	402,6	431,8	412,1	467,5	497,8
Sprememba stanja – vrednost skupaj	-	135,9	-30,4	-0,1	569,7	-94,6	210,3	316,3
Lastniški kapital in reinvest. dobički	-	24,0	-23,3	-18,2	56,8	-2,4	84,9	120,2
Ostali kapital	-	112,0	-7,2	18,2	120,0	-7,3	56,2	61,7
Letni odliv	2,9	5,1	-6,3	-35,6	1,7	-37,7	-66,0	-104,2

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2002, str. 60;

Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

Razloge za skromen obseg slovenskih neposrednih naložb v tujini pred nekaj leti je mogoče najti v (Kovačič, Kunstič, 2000, str. 532):

- procesu lastninskega preoblikovanja, ki je upravljanje in poslovanje podjetja preusmerjal predvsem v kratkoročne dejavnosti. To se je izkazovalo v pomanjkanju ključnih usmeritev podjetja, ki jih slednje potrebuje za svoj obstoj in razvoj. Pri tem je bila politika podjetja kot najvplivnejši segment poslovanja v veliki meri zanemarjena,
- nizkih domačih akumulacijah kapitala in omejenem dostopu do virov za financiranje neposrednih naložb v tujini, kar je bil vzrok, da so imela domača podjetja premalo investicijskega potenciala,
- nerazvitosti slovenskega finančnega trga v smislu pomanjkanja investicijskega bančništva in projektnega financiranja z omejenim pristopom,
- konkurenčnih poslovnih priložnostih za investiranje na slovenskem trgu,
- drobitvi gospodarskih družb in posledično v pomanjkanju veččin upravljanja in strateškega vodenja podjetja,
- začasnem upadu tržnega potenciala na tradicionalnih trgih zaradi vojne in političnih razmer,
- pomanjkanju celovitega programa, ki bi spodbujal neposredne naložbe v tujini kot pot za zagotavljanje izvoza, krepitev gospodarske moči in s tem za dvig konkurenčnosti.

Še pred nedavnim so bile naložbe naših podjetij na tujem obravnavane skoraj kot nedomoljubno dejanje. Mnogi so v njih videli špekulacije kot strateško potrebo, nekateri kot izvoz delovnih mest, spet drugi so menili, da neposredne naložbe v tujini siromašijo domače gospodarstvo za tako potrebni kapital. Pri tem pa je pomembno, ali te naložbe nadomeščajo domače ali jih dopolnjujejo, kar pa je odvisno od tega, kako se neposredne naložbe v tujini financira. Če so viri pretežno domači, to pomeni, da bo manj ostalo za domače naložbe. Če pa se kapital za naložbe najema na tujih trgih, neposredne naložbe v tujini dopolnjujejo domače naložbe. To pomeni, da naložbe v tujini ne pomenijo nujno upada domačih naložb.

Učinki na zaposlenost in proizvodnjo države investitorice so odvisni od stanj zaposlenosti in od strategije investitorjev (Svetličič, Rojec, Trtnik, 2000, str. 628). Če ima država investitorica polno zaposlenost ali je blizu nje, potem neposredne naložbe v tujini prav gotovo prispevajo k razvoju, saj omogočajo mobilizacijo virov nad obsegom, ki ga opredeljujejo domače zmogljivosti. Če vsi domači viri niso izkoriščeni, ti ostanejo neizkoriščeni, saj se zaposluje tuje vire.

Z večjim investiranjem Slovenije v tujini bi se kratkoročno sicer lahko zmanjšala zaposlenost domačih virov, vendar bi prišlo do kvalitativnega prirasta ali prestrukturiranja obstoječe zaposlenosti. Zaradi prestrukturiranja bi v Sloveniji na daljši rok ohranili del delovnih mest, ki bi jih zaradi visokih domačih stroškov dela sicer izgubili (Svetličič, Rojec, Trtnik, 2000, str. 628). Z investiranjem v tujini bi tako ohranili del delovnih mest in obenem preobrazili proizvodnjo na višjo raven, ki prenese tudi višje stroške dela. Na ta način bi neposredne naložbe v tujini pozitivno prispevale k preobrazbi gospodarske strukture. Prav zaradi tega učinka je treba slovenske neposredne naložbe v tujini pospeševati.

Pozitivne učinke prinašajo tudi neposredne naložbe v tujini, ki so motivirane z ohranjanjem ali osvajanjem tujih trgov, saj objektivno pomenijo večjo prodajo na tujih trgih. To pomeni, da je neposredno investiranje v tujini način pospeševanja izvoza ali ohranjanje doseženih tržnih deležev na tujih trgih.

Država je neposredne naložbe v tujini omejevala in bila gluha za priporočila, da so izhodne neposredne tuje naložbe nujne za preobrazbo gospodarstva. Šele osem let po osamosvojitvi je devizni zakon omogočil mednarodno primerljive pogoje za investiranje v tujini. To se je zgodilo tudi pod pritiskom podjetij, ki so v pogojih zaostrovanja konkurenčnega boja na svetovnem trgu že zdavnaj spoznala, da brez izvoznih neposrednih naložb ne bo več mogoče zadržati tržnih deležev na tujem. Teorija in praksa mednarodnega poslovanja kažeta, da se tega načina poslovanja podjetja najprej lotijo na bližnjih, bolj poznanih ter pogosto tudi manj razvitih trgih in šele pozneje, ko že imajo nekaj izkušenj in znanja, tudi na manj poznanih trgih (Svetličič, Jaklič, 2001, str. 180).

Zadnja tri leta so se izvozne neposredne tuje naložbe bistveno povečale zlasti na trgih nekdanje Jugoslavije. Letu 2000 je imela Slovenija kar 64,5 odstotka celotne vrednosti njenih

neposrednih naložb v tujini v državah nekdanje SFRJ odstotka (Neposredne naložbe - Direct investment: statistika, 1996 – 2000, 2001, str. 55). Največ neposrednih naložb iz tujine v Slovenijo prihaja iz Avstrije. Slovenija pa ima največ neposrednih naložb na Hrvaškem in sicer kar 45 odstotkov vseh svojih neposrednih naložb v tujini odstotka (Neposredne naložbe - Direct investment: statistika, 1996 – 2000, 2001, str. 55). Geografska razporeditev neposrednih naložb slovenskih podjetij v tujini je dober dokaz, kako pomembno je znanje in poznavanje trgov pri neposrednih investicijah.

Močnejšega investiranja naših podjetij v razvitih zahodnih državah ni, saj imamo v teh samo približno 33 odstotkov celotne vrednosti slovenskih neposrednih naložb v tujini odstotka (Neposredne naložbe - Direct investment: statistika, 1996 – 2000, 2001, str. 55). Eden od razlogov je prav gotovo pomanjkanje nekaterih specifičnih prednosti slovenskih podjetij pred podjetji v razvitih zahodnih državah.

Ker je vse večji del svetovnega izvoza povezan z ustanavljanjem podjetij v tujini, se majhno slovensko gospodarstvo, ki je bistveno odvisno od tujih trgov, ne bi smelo izogibati investiranju v tujini (Svetličič, Rojec, Trtnik, 2000, str. 623). Pri internacionalizaciji dejavnosti naših podjetij lahko veliko pomaga slovenska vlada z ustvarjanjem ustreznih pogojev za pospeševanje neposrednih investicij v tujino, predvsem tistih, ki pospešujejo preobrazbo slovenskega gospodarstva.

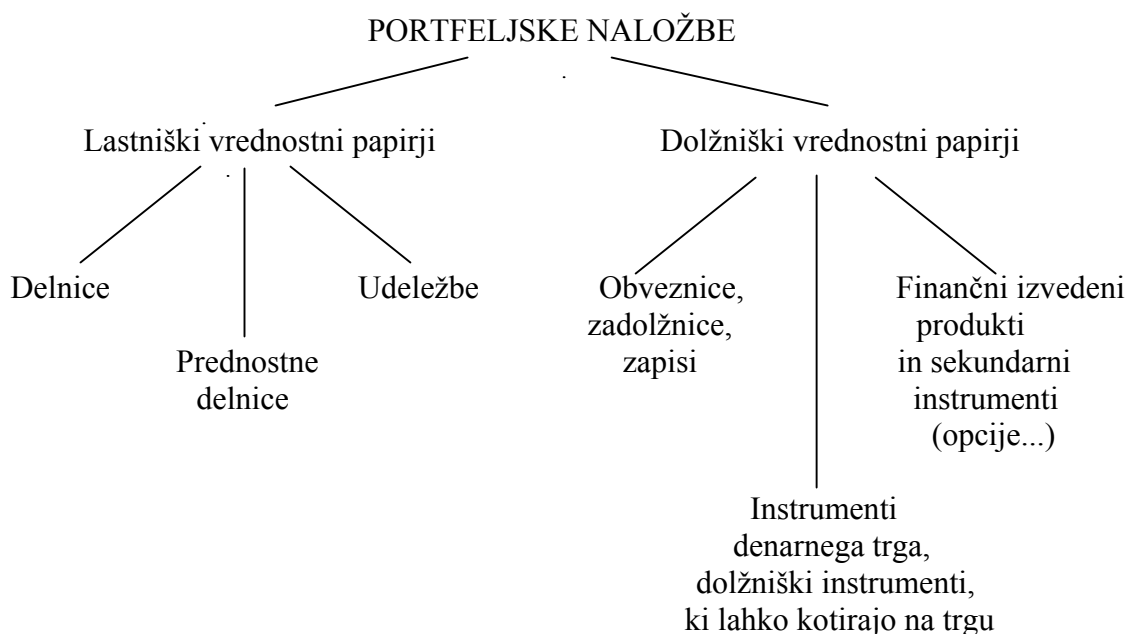
Slovenske neposredne naložbe v tujini postajajo državna strategija. Leta 2000 je država prvič začela dejavno spodbujati investiranje v tujino. Zavarovanje in financiranje neposrednih investicij v tujini ter izobraževalna–svetovalna dejavnost so tri področja, ki bi jih bilo za zagotovitev dodatnih impulzov slovenskega investiranja v tujini vredno okrepiti (Kovačič, Kunstič, 2000, str. 534).

9. PORTFELJSKE NALOŽBE

Portfeljsko naložbo se lahko od neposredne naložbe loči po deležu lastniškega kapitala, ki ga ima investitor v celotnem lastniškem kapitalu podjetja. Po priporočilih Mednarodnega denarnega sklada za portfeljsko naložbo v plačilni bilanci šteje investicija tujca, kjer je delež lastniškega kapitala neposrednega investitorja v celotnem lastniškem kapitalu podjetja manjši od deset odstotkov.

Portfeljske naložbe se delijo na domače in tuje. Tuje portfeljske naložbe so naložbe v vrednostne papirje, katerih cilj ni prevzeti nadzora v kakem podjetju, temveč je cilj naložbe dobiti dividende oziroma iztržiti dobiček ob prodaji teh vrednostnih papirjev. Po tem se tuje portfeljske naložbe tudi temeljno razlikujejo od tujih neposrednih investicij (Jančar, 1997, str. 24).

Slika 6: Struktura tujih portfeljskih naložb



Vir: Jančar, 1997, str. 24.

Tuje portfeljske naložbe lahko glede na to, v katere vrednostne papirje se vlaga, deli na naložbe v dolžniške vrednostne papirje in naložbe v lastniške vrednostne papirje (Jančar, 1997, str. 25). Lastniški vrednostni so vsi papirji in instrumenti, ki potrjujejo terjatve imetnika do določenega dela dobička podjetja, če ga to doseže. Med lastniške vrednostne papirje se uvršča delnice, prednostne delnice, udeležbe itd.

Dolžniške vrednostne papirje se razvršča na:

- obveznice, zadolžnice in druge dokumente,
- instrumente denarnega trga in dolžniške instrumente, s katerimi se da trgovati. Med te instrumente uvrščamo blagajniške zapise, komercialne in finančne vrednostne papirje, bančne akceptne naloge, potrdila o kratkoročnih depozitih itd.,
- finančne izvedene produkte (derivate) in sekundarne instrumente (opcije).

Investitorji, ki vlagajo v portfeljske naložbe, so večinoma kratkoročno usmerjeni. Zanima jih dobiček zaradi pričakovanega nihanja v ceni, zato se portfeljske naložbe označuje tudi kot "vroč" denar, ki je po definiciji tisti, ki ima potencial zato, da se lahko zelo hitro umakne iz kake države. Zato so portfeljske naložbe v gospodarstvih manj zaželeni. Predvsem majhna država ima lahko težave z vodenjem denarne politike in/ali politike deviznega tečaja, če so nihanja v pretakanju portfeljskih naložb velika (Ribnikar, 2001a, str. 16). Po drugi strani pa portfeljske naložbe pripomorejo k čistejši sliki o realni vrednosti podjetij na sekundarnih finančnih trgih, njihovi večji učinkovitosti in likvidnosti.

9.1. SLOVENSKE PORTFELJSKE NALOŽBE V TUJINI

V primerjavi s tujimi portfeljskimi naložbami v Sloveniji so slovenske portfeljske naložbe v tujini relativno majhne, skoraj zanemarljive. Njihova vrednost je bila najvišja leta 1995, to je 106,4 milijona USD, nato je začela padati in se od leta 1999 spet dviguje. Čeprav so od leta 1999 slovenskim rezidentom z novim deviznim zakonom na stežaj odprta vrata za investiranje v tuje delnice in jim mednarodna razpršitev premoženja daje možnost, da s sorazmerno majhnimi stroški zmanjšajo investicijsko tveganje svojega delniškega premoženja oziroma povečajo razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem premoženja, ti omenjene priložnosti niso kaj prida izkoristili (Kleindienst, 2001, str. 35).

Tabela 11: Slovenske portfeljske naložbe v tujini v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Naložbe v vred.pap.	62,1	106,4	93,9	55,8	39,7	130,4	175,4	251,1
Lastniški vred.pap.	15,0	17,1	15,8	15,4	16,7	21,4	26,8	21,5
<i>Banke</i>	4,0	6,2	6,4	6,0	7,2	6,2	5,3	4,3
<i>Ostali sektorji</i>	11,0	10,9	9,4	9,5	9,5	26,2	31,5	17,2
Dolžniški vred.pap.	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	138,6	229,6

Vir: Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

Za zadržanost slovenskih investitorjev pri investiranju v tuje delnice obstaja več razlogov. Deloma so k temu pripomogla neugodna gibanja tečajev delnic v tujini konec leta 1999, kar je marsikoga za nekaj časa odvrnilo od investiranja v tuje delnice. Eden ključnih razlogov za zadržanost slovenskih investitorjev je njihovo slabo poznavanje naložbenih možnosti, zaradi česar slovenski investitorji vstopajo na tuje trge postopoma in previdno (Selan, 1999, str. 26). Poleg tega pa vplivajo na to tudi visoke provizije, ki jih domači borzni posredniki zaračunavajo za posredovanje pri nakupih tujih delnic, in dejstvo, da finančne institucije, ki delujejo na slovenskem trgu, slovenskim investitorjem ne nudijo kaj dosti strokovne podpore pri njihovem odločanju ali jim niso ponudile finančnih produktov, ki bi bili usmerjeni v tuje vrednostne papirje (Kleindienst, 2001, str. 35).

V naslednjih letih se pričakuje, da bodo slovenski investitorji čedalje bolj nagnjeni k mednarodni razpršitvi svojega premoženja, saj tako zmanjšajo tveganje vlaganj, povečajo likvidnost premoženja in razširijo svoje naložbene možnosti (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 46).

9.2. TUJE PORTFELJSKE NALOŽBE V SLOVENIJI

Tuje portfeljske naložbe so začele prihajati v Slovenijo po letu 1993, ker se je takrat izboljšala njena mednarodna ocena in zaradi prihoda nekaterih privatizacijskih delnic na finančni trg. Prilivi tujega kapitala v obliki portfeljskih naložb so bili vsako leto višji. Od leta 1994 do 1996

se je stanje tujih portfeljskih naložb povečalo iz 88,9 milijona na 1138,2 milijona USD. Zato se je Banka Slovenije leta 1997 odločila uvesti omejitve za pritoke tujih portfeljskih naložb v obliki skrbniških računov tujih portfeljskih investitorjev pri pooblašteni banki, ki so podražili lastništvo slovenskih vrednostnih papirjev.

Uvedba skrbniških računov ni sporna, pač pa predvsem stroški teh računov za tuje investitorje oziroma določilo glede časovne omejitve prenosljivosti delnic za tuje investitorje. Rok, v katerem tuji investitor ne sme prodati vrednostnih papirjev domačim osebam brez plačila premije, je sprva znašal sedem let, Banka Slovenije pa ga je do danes, po večjih omilitvah, znižala na šest mesecev. Omejitve, ki obstajajo za tuje portfeljske investitorje, se postopoma zmanjšujejo in do februarja 2003 mora Banka Slovenije odstraniti vse ovire za tuje portfeljske naložbe.

Tabela 12: Tuje portfeljske naložbe v Sloveniji v letih 1994 – 2001 v mio USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Naložbe v vred.pap.	88,9	104,1	1138,2	1276,6	1421,5	1661,0	1763,4	1877,6
Lastniški vred.pap.	45,9	62,7	133,8	156,7	139,4	163,0	167,8	167,9
<i>Banke</i>	17,9	27,5	30,2	15,6	18,0	14,0	24,5	10,5
<i>Ostali sektorji</i>	28,0	35,2	103,6	141,1	121,5	149,0	143,3	157,5
Dolžniški vred.pap.	43,0	41,4	1004,4	1119,9	1282,1	1497,9	1625,6	1709,7

Vir: Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb, 24.6.2002.

Omejitve za tuje portfeljske naložbe so v celoti zamrle uvoz oziroma pretok kapitala prek lastniških instrumentov prek organiziranega kapitala. Banka mora namreč za znesek, ki ga tuji portfeljski investitor nakaže na skrbniški račun, povečati svoje devizne rezerve, ki jih mora imeti ves čas, dokler tuji investitor ne odide. S tem je zagotovljeno, da uvoz kapitala prek nakupa delnic naših podjetij s strani tujih investitorjev ne pomeni neto uvoza kapitala, saj je namreč kapital prek povečanja deviznih rezerv banke enak uvozu kapitala (Ribnikar, 1998, str. 2).

Uvedba skrbniških računov je pomembno vplivala na pritoke tujih portfeljskih naložb, ki so se po letu 1997 močno zmanjšale, njihovo stanje pa se ni več izrazito povečevalo. Slovenija je za tuje investitorje privlačna in v prihodnosti se lahko pričakuje povečano zanimanje za domače vrednostne papirje.

10. SKLEP

V strukturi finančnega premoženja Slovenije v tujini imajo največjo vlogo mednarodne denarne rezerve, ki jih Banka Slovenije uporablja predvsem v primeru plačilnobilančnih težav. Poleg njih zasedajo pomembno mesto v finančnem premoženju kratkoročni krediti, kar potrjuje tezo, da Slovenija izvaža predvsem likvidno premoženje. Čeprav so slovenske in portfeljske naložbe v tujini količinsko manj pomembne, lahko vplivajo na razvoj, saj prispevajo h gradnji slovenskih konkurenčnih prednosti, ki bodo pomenile temelj našega prodora v svet. Zato je pomembno, da se spodbuja tudi te oblike slovenskega imetja v tujini.

Potrebe po posojilih so iz leta v leto večje, saj se slovenska investicijska dejavnost vsako leto viša. Če se naložbe in gospodarska dejavnost večajo, se večajo tudi potrebe po sredstvih, ki pa jih domače varčevanje ne more v celoti zagotoviti, zaradi česar se iščejo dodatni viri financiranja v tujini. S pritokom svežih sredstev iz tujine se izboljšuje raven tehnologije in s tem povečuje konkurenčnost slovenskega gospodarstva. Večino uvoza kapitala v Slovenijo je opravljenega prek kreditnega poslovanja, vendar se ni pametno preveč zadolževati, saj je zadolževanje najbolj tvegana oblika prevzemanja zunanjih obveznosti. Spodbujati je treba tudi druge oblike uvoza kapitala, ki imajo številne prednosti pred klasičnim zadolževanjem.

Vse pomembnejša oblika mednarodne menjave postajajo tuje neposredne naložbe. Učinek imajo tako na makroekonomsko kot mikroekonomsko raven države prejemnice. Na makroekonmski ravni se ti učinki neposrednih tujih naložb kažejo na povečanju družbenega proizvoda, povečanju zaposlenosti, izboljšanju plačilne bilance itd. Ker te naložbe lahko pozitivno prispevajo k slovenskemu razvoju, je to osnovni razlog za njihovo spodbujanje. Izboljševati pa je treba tudi pogoje za v Slovenijo usmerjene tuje naložbe, tako neposredne kot portfeljske, vsaj toliko, da bo stopnja liberalizacije odliva kapitala izenačena s prilivom.

Kljub skromnemu prilivu neposrednih in portfeljskih naložb ima Slovenija precej zdravo strukturo zunanjih obveznosti. V celotnem zunanjem dolgu nima skoraj nič kratkoročnega dolga, zato lahko trdim, da slovensko zadolževanje ni tvegano. Prevladujoči prilivi so dolgoročni in tečejo neposredno v sektor podjetij, zato sklepam, da je poraba tujih virov povečini produktivna. Torej se z zunanjim zadolževanjem ne financira končna poraba, temveč se povečuje proizvodna in izvozna zmogljivost za prihodnje odplačevanje dolga. Takšno zadolževanje pa je za razvijajoče se gospodarstvo normalno in sprejemljivo.

LITERATURA

1. Defrančeski Alen: Zunanje zadolževanje in upravljanje dolga Slovenije do tujine. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 47 str.
2. Denarna politika Banke Slovenije v letu 1998. Prikazi in analize, Ljubljana, 7(1999), 1, str. 5-22.
3. Hoggarth Glenn, Sterne Gabriel: Capital flows: Causes, consequences and policy responses. London: Centre for Central Banking Studies – Bank of England, 1997. 43 str.
4. Ivanko Uroš Bojan: Liberalizacija mednarodnih kapitalskih tokov s centralnobilančnega vidika. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 52 str.
5. Jaklič Andreja: Slovenske neposredne investicije v tujino in njihova povezanost z izvozom. Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Inštitut za novejšo zgodovino, 2002, str. 383-400.
6. Jančar Gorazd: Portfeljske investicije, vroč denar in beg kapitala: primer Cefte. Bančni vestnik, Ljubljana. 46 (1997), 7-8, str. 24-32.
7. Jurančič Iztok: Ogroženi, ker premalo varčujemo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1999, 35, str. 26-27.
8. Jurančič Iztok: Posebnega slovenskega kapitalskega trga ne bo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, 16, str. 20-21.
9. Kleindienst Robert: Ali so omejite tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva? Okrogla miza Gospodarske zbornice Slovenije na temo Vloga tujcev na slovenskem finančnem trgu in v slovenskem gospodarstvu. Ljubljana, 2000. 51 str.
10. Kleindienst Robert: Delniško premoženje slovenskih investitorjev in tuje delnice. Bančni vestnik, 50(2001), 9, str. 35-40.
11. Kleindienst Robert, Rems Marko, Simoneti Marko: Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Raziskava Varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev – 2001. Ljubljana: Časnik Finance, 2001. 100 str.
12. Kordež Bine: Tolarska suša: gremo čez mejo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2001, 3, str. 29-31.
13. Kovačič Art, Kunstič Peter: Globalna konkurenčnost slovenskega gospodarstva v povezavi s tokovi neposrednih investicij. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 46(2000), 4, str. 521-538.
14. Lavrač Vladimir: Mednarodne monetarne rezerve, mednarodna likvidnost in vzdrževanje likvidnosti. Ljubljana: Teoretična sekcija Zveze ekonomistov Slovenije in Narodna banka Slovenije, 1985. 20 str.
15. More Matej: Liberalizacija kapitalskega računa v luči novega deviznega zakona. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1999), 6, str. 31-34.
16. More Matej: Zakon o deviznem poslovanju s komentarjem. Lesce: Oziris, 1999a. 474 str.
17. Mrak Mojmir: Svetovni jug v pasti dolgovi. Ljubljana: Delavska enotnost, 1987. 324 str.
18. Mrak Mojmir: Zunanja zadolženost Republike Slovenije in njeno urejanje odnosov s tujimi upniki. Bančni vestnik, Ljubljana, 28(1995), 7-8, str. 10-16.
19. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2002. 682 str.

20. Nielsen Ulff – Møller Jørgen: International economics: the wealth of open nations. London: McGraw – hill book company Europe, 1995. 252 str.
21. Oplotnik Žan Jan: Prilagajanje nacionalne ekonomije vplivom mednarodnih tokov kapitala. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 185 str.
22. Polanec Sašo, Fabjančič Zarjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 311 str.
23. Ribnikar Ivan: Gospodarjenje z deviznimi rezervami. Finance, Ljubljana, 1994, 63, str. 2.
24. Ribnikar Ivan: Skrbniški bančni računi tujcev. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 9, str. 2-6.
25. Ribnikar Ivan: Mednarodne (denarne) rezerve in mednarodna likvidnost. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 11, str. 42-44.
26. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
27. Ribnikar Ivan: Finančna struktura. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 7-8, str. 70-73.
28. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija III. Denarna teorija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000a. 205 str.
29. Ribnikar Ivan: Še deset let za tolar. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000b, 20, str. 11.
30. Ribnikar Ivan: Trgi nekdanje Jugoslavije: Priložnosti in izzivi; Pogled s slovenske strani. Izzivi in priložnosti na trgih nekdanje Jugoslavije: tretja slovenska poslovna konferenca, Ljubljana: Časnik Finance, 2001, str. 37 -46
31. Ribnikar Ivan: Nevzdržne omejitve za portfeljske naložbe. Finance, Ljubljana, 2001a, 17, str. 6.
32. Rodriguez R.M., Carter E.E.: International Financial Management. Third Edition. Prentice Hall International Editions, 1984. 638 str.
33. Rojec Matija: Tuje investicije v slovenski razvoj. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče, 1994. 284 str.
34. Rojec Matija: Neposredne tuje investicije v Slovenijo; Trendi, razvoj in politika v obdobju 1997 – 1999, Foreign Direct Investment in Slovenia; Trends, Developments and Policy in 1997 – 1999. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, 2000. 52 str.
35. Rojec Matija, Kovač Matej: Spodbujanje neposrednih tujih investicij (NTI) v Slovenijo v pogojih članstva v Evropski uniji. IB revija, Ljubljana, 33(1999), 4, str. 64-74.
36. Selan Varja: Tuji vrednostni papirji v slovenskih bankah. Bančni vestnik, 48(1999), 9, str. 26-27.
37. Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Druga izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 502 str.
38. Senjur Marjan: Makroekonomija: makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Tretja izdaja. Maribor: založba MER – MER Evrocenter, 2001. 423 str.
39. Simoneti et al.: Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Razvojno poročilo o finančnem sektorju: Slovenija 2000. Ljubljana: Časnik Finance, 2001. 126 str.
40. Sotlar Katja: Vloga zlata pri mednarodnih denarnih rezervah. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 4, str. 32-35.

41. Strategija Republike Slovenije za vključitev v Evropsko unijo: ekonomski in socialni del. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj, 1998. 270 str.
42. Svetličič Marjan, Rojec Matija, Trtnik Andreja: Strategija pospeševanja slovenskih neposrednih investicij v tujino. Teorija in praksa, Ljubljana, 37(2000), 4, str. 623-645.
43. Svetličič Marjan, Jaklič Andreja: Neposredne investicije Slovenije v državah nekdanje Jugoslavije: Strateški ali defenzivni odziv? Izzivi in priložnosti na trgih nekdanje Jugoslavije: tretja slovenska poslovna konferenca, Ljubljana: Časnik Finance, 2001, str. 179-205.
44. Toplak Simona: Tujcev ni zaradi zapletenega nakupa nepremičnin in delovne zakonodaje. Finance, Ljubljana, 2000, 50, str.3.

VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 9(2000), 3, 97 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 11(2002), 3, 103 str.
3. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999. Ljubljana: Banka Slovenije, 2000. 102 str.
4. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002. 105 str.
5. Ekonomski in finančni podatki: Prikaz stanja mednarodnih naložb Slovenije. [URL:http://www.bsi.si/html/financni_podatki/hit/int_inv_pos.html], Banka Slovenije, 24.6.2002.
6. Neposredne naložbe – Direct investment: statistika, 1996 – 2000. Ljubljana, Banka Slovenije, 5(2001), 1, 98 str.