

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA SLOVENSKEGA BORZNEGA TRGA
OD 2007 DO 2012**

Ljubljana, september 2013

MARKO ŠERTEL

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Marko Šertel, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom Analiza slovenskega borznega trga od 2007 do 2012, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem viš. pred. mag. Cibic Damirjem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNI IN KAPITALSKI TRGI	2
1.1 Denarni in kapitalski trg	2
1.2 Trg dolžniškega in lastninskega kapitala	3
1.3 Primarni in sekundarni trg	4
1.3.1 Borza	5
1.3.2 OTC trgovanje	5
1.4 Lastnosti kapitalskih in borznih trgov	6
1.4.1 Modeli določanje vrednosti delnic	7
1.5 Zunanji vplivi na kapitalske trge	8
2 BORZNI TRG	10
2.1 Ameriški borzni trg	10
2.1.1 INDEKS DOW JONES	10
2.2 Slovenski borzni trg	11
2.3 Interpretacija dogajanja na borznih trgih	12
2.3.1 Kazalnik P/B	12
2.3.2 Kazalnik P/E	12
2.4 Alternativa borznim trgov	14
3 ANALIZA BORZNEGA TRGA	14
3.1 Makroekonomsko stanje v Sloveniji med leti 2007–2012	14
3.2 Metodologija analize borznih trgov	15
3.3 Analiza indeksa Dow Jones	16
3.4 Analiza Indeksa SIB TOP	17
3.5 Interpretacija dobljenih rezultatov	17
4 DOGAJANJE NA POSAMEZNIH EVROPSKIH KAPITALSKIH TRGIH	18
4.1 Evropski borzni trgi	19
4.1.1 Avstrijski borzni indeks ATX	19
4.1.2 Madžarski borzni indeks BUX	19
4.1.3 Češki borzni indeks PX	20
4.1.4 Slovaški borzni indeks SAX	20
4.1.5. Grški borzni indeks FTSE/ATHEX	21
4.2 Rezultati primerjave med borznimi trgi in interpretacija rezultatov	22
5 NEPREMIČNINSKI TRG	23
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	26
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Interpretacija vrednosti kazalnika P/E	13
Tabela 2: Makroekonomski kazalniki za Slovensko gospodarstvo v leti 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 in napoved za leto 2013	15
Tabela 3: Dobljeni rezultati analize borznega trga med leti 2007–2012	18
Tabela 4: Rezultati primerjave med borznimi trgi in interpretacija rezultatov	22
Tabela 5: Vrednost m2 stanovanjske nepremičnine v Sloveniji med leti 2007 in 2012	23

KAZALO SLIK

Slika 1: Vrednost indeksa Dow Jones med leti 2007 in 2012	16
Slika 2: Vrednost indeksa SBI TOP med leti 2007 in 2012	17
Slika 3: Vrednost indeksa ATX med leti 2007 in 2012	19
Slika 4: Vrednost indeksa BUX med leti 2007 in 2012	20
Slika 5: Vrednost indeksa PX med leti 2007 in 2012	20
Slika 6: Vrednost indeksa SAX med leti 2007 in 2012	21
Slika 7: Vrednost indeksa FTSE/ATHEX med leti 2007 in 2012	21

UVOD

Pomen in vloga kapitalških in borznih trgov je v mobilizaciji prihrankov in v ustvarjanju novih produkcijskih možnosti. Borzni trgi predstavljajo del celotnega kapitalškega trga. Vlagatelji investirajo svoja finančna sredstva v investicije z višjim donosom ob znanem tveganju. Kapitalški trgi na tak način pripomorejo k večji gospodarski aktivnosti, izboljšujejo solventnost in pozitivno vplivajo na gospodarsko klimo v državi. Po drugi strani pa veliki pritiski na kapitalške trge negativno vplivajo na gospodarstvo. Vlagatelji ob izgubi zaupanja zapuščajo kapitalski trg, kar vodi v odprodajo investicij in krčenje gospodarske aktivnosti (Prohaska, 2004, str. 9).

Posamezniki vlagajo svoja sredstva na kapitalške trge, saj ti dolgoročno prinašajo relativno visoke donose. V državah z dolgo tradicijo tržnega gospodarstva je takšen način varčevanja sredstev nekaj običajnega. Slovenski borzni trg je v letih med 2007 in 2012 doživel velika nihanja. Osrednji borzni indeks na Ljubljanski borzi SBI TOP je v letu 2007 dosegal vrednosti preko 2500 indeksnih točk. V letu 2012 je vrednost indeksa upadla pod 600 indeksnih točk (Ljubljanska borza, 2007, 2012a). Ob opažanju velikega upada vrednosti osrednjega borznega indeksa se sprašujem ali je razumno vlagati finančna sredstva na Ljubljansko borzo. Da bi to raziskal, sem se odločil, da v svojem diplomskem delu analiziram dogajanje na slovenskem borznem trgu med leti 2007 in 2012. Na takšen način bom poizkusil odgovoriti na raziskovalno vprašanje, ali je dogajanje na Ljubljanski borzi značilno samo za slovenski trg in kako naj se vlagatelji odzovejo na takšna nihanja.

Slovensko gospodarstvo in borzni trg sta veljala za zgled ostalim tranzicijskim državam. Slovenija je kot prva država iz področja nekdanje Jugoslavije 1. maja 2004 vstopila v Evropsko unijo in kot prva nova članica 1. januarja 2007 prevzela denarno valuto euro. Svetovna gospodarska kriza, ki se je pričela s krizo hipotekarnih kreditov in nadaljevala z vsesplošno gospodarsko krizo v letu 2008, je močno vplivala na stanje v Sloveniji. Gospodarsko krizo opišemo kot obdobje nizkega out-puta, slabega poslovnega optimizma, nižanje cen in visoke brezposelnosti. Vse navedeno skupaj je drastično zaostriло razmere v slovenskem, evropskem in ameriškem prostoru kar se posledično odraža v finančnem sektorju.

Namen diplomskega dela je s primerjavo finančnih kazalnikov ugotoviti stanje slovenskega borznega trga med leti 2007 in 2012. Nadalje želim ugotoviti, ali je bilo nihanje vrednosti borznega indeksa SBI TOP značilno samo za slovenski borzni prostor, ali pa je prihajalo do simptomatičnega dogajanja tudi na ostalih borzah. Finančne kazalnike bom primerjal z ameriško borzo v New Yorku Stock Exchange in osrednjimi evropskimi borzami. Nekateri vlagatelji so se odločali za vlaganje finančnih sredstev v alternativne produkte, kot na primer nakup nepremičnin. V diplomskem delu bom analiziral tudi, kako se je v enakem obdobju obnašal slovenski nepremičninski trg. Končni cilj diplomskega dela je ugotoviti, ali je slovenski borzni trg zaradi gospodarske krize kako drugačen od ostalih borznih trgov.

Diplomsko delo je razdeljeno v štiri sklope. V prvem delu diplomskega dela želim opredeliti pomen kapitalskega in borznega trga ter dejavnike, ki vplivajo nanj. Pri tem je pomembna izbira ustreznega finančnega kazalnika, s katerim bom reprezentativno prikazal dogajanje na borznih trgih. Drugi del diplomskega dela predstavlja analiza ameriškega in slovenskega borznega trga ob izbiri enakih kriterijev in kazalnikov. Na podlagi pridobljenih podatkov bom poiskal vzporednice med obema trgoma. Tretji del diplomskega dela predstavlja primerjava Ljubljanske borze z izbranimi evropskimi borzami. V zadnjem delu diplomskega dela bom preučil dogajanje na slovenskem nepremičninskem trgu. V sklepnem delu pa podajam zaključke in svojo končno oceno stanja slovenskega borznega trga glede na vse pridobljene podatke.

1 FINANČNI IN KAPITALSKI TRGI

»Finančni trg predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih.« (Prohaska, 2004, str. 9). Primarna naloga finančnih trgov je racionalno alociranje finančnih sredstev med gospodarskimi subjekti. Pri tem poteka tok od suficitnih do deficitnih subjektov. Suficitni gospodarski subjekti so tisti, ki imajo finančne prihranke. Kadar gospodarski subjekt investira več kot prihrani, govorimo o deficitnem subjektu. Prenos finančnih sredstev poteka posredno in neposredno, kjer med subjekti nastopi finančni posrednik. S pretokom finančnih sredstev finančni trgi zagotavljajo vir sredstev za gospodarske subjekte. Podjetja si na finančnih trgih zagotovijo sredstva za nadaljnje investicije. Ti trgi presodijo, ali je načrtovana investicija smotrna ter zagotovijo sredstva. To pripomore k večji učinkovitosti in produktivnosti gospodarstva. Ohranjanje stabilnega stanja na kapitalskih trgih je zato bistvenega pomena za uspešno delovanje gospodarstva.

Finančne trge delimo glede na obliko ročnosti, strukturo in na način trgovanja s kapitalom:

1. denarni in kapitalski trg
2. trg lastninskega in dolžniškega kapitala
3. primarni in sekundarni trg kapitala

1.1 Denarni in kapitalski trg

Finančni trg se na primarnem nivoju deli glede na ročnost finančnih instrumentov. Poznamo kratkoročne in dolgoročne finančne instrumente. Na podlagi tega se formirata trg denarja in kapitala.

Denarni trg predstavlja prenos vseh finančnih sredstev ne glede na tip (neposredne in posredne) in oblike (denarna, kreditna, vrednostni papirji) transakcij. Pri tem poteka ponudba in povpraševanje po kratkoročnih likvidnih sredstvih med intereseanti na trgu. Interesente predstavljajo izdajatelji (dolžniki), investitorji (upniki) in posredniki (različne finančne institucije). Na trgu kapitala poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti.

Sestavljen je iz dveh delov in sicer iz trga dolgoročnih vrednostnih papirjev in trga dolgoročnih posojil. Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev, imenovan tudi trg kapitala v ožjem smislu (v nadaljevanju diplomskega dela trg kapitala), predstavlja trgovanje z upniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji. Trgovanje poteka na tako imenovanem primarnem in sekundarnem trgu (Brigham & Houston, 2009, str. 30).

1.2 Trg dolžniškega in lastninskega kapitala

Naloga podjetja pri zagotavljanju finančnih sredstev je optimizacija virov, ki omogočajo in zagotavljajo najboljše možno poslovanje. Pri izbiri finančnih virov podjetje upošteva oceno tveganja in donosnosti poslovanja, določitev kratkoročnih in dolgoročnih stroškov finančnih virov in ustreznost finančnih virov, ki se ujemajo s cilji poslovanja podjetja. Pri tem kapitalski trg nudi vir finančnih sredstev preko trga dolžniškega in lastninskega kapitala (Berk, Lončarski, & Zajc, 2006, str. 6).

Trg dolžniškega kapitala omogoča subjektom pridobitev finančnih sredstev z izdajo obveznic in zakupa sredstev. Prednost financiranja s strani dolžniškega kapitala je fiksna obveza podjetja, ta ostane ista ne glede na poslovne rezultate podjetja. V primeru pozitivnih poslovnih rezultatov investicije, višek neto denarnega toka v celoti ostane lastnikom. Obstoječim lastnikom se ob izpolnjevanju obveznosti do upnikov ni potrebno odpovedati nadzoru nad podjetjem. Dolgoročni dolg podjetju predstavlja davčni ščit, saj se iz osnove za izračun davka na dobiček odšteje stroške obresti dolga. Glavna nevarnost, ki jo predstavlja dolžniški kapital, je razglasitev stečaja. Upniki imajo v primeru kršenja pogodbenih obveznosti pravico sprožiti stečajni postopek.

Obveznice predstavljajo klasičen način dolgoročnega financiranja. Poznamo vrsto različnih oblik tovrstnega financiranja kot so navadne obveznice, brezkuponske, brez dospelja, dobičkovne oziroma participativne, indeksirane, zamenljive obveznice itd. Podjetja se poleg naštetih rešitev poslužujejo možnosti financiranja z zakupom. O tej možnosti govorimo, kadar podjetje ne postane lastnik osnovnega sredstva, ampak ga ima v najemu. Sredstvo, ki se uporablja pri poslovnih procesih, ima funkcijo garanta. Zakup ima na podjetje podobne finančne vplive kot zadolžitve, čeprav se ga prikazuje izvenbilančno. Tako je zakupnik upravičen do davčne olajšave iz naslova amortizacije sredstev in do investicijske olajšave. Plačevanje zakupa se priznava kot odhodek podjetja.

Trg lastniškega kapitala predstavlja nov vir finančnih sredstev. Podjetje za zagotavljanje sredstev izda lastniške vrednostne papirje. Poznamo navadne in prednostne delnice. Prednostne delnice nosijo obveznost izplačila dividend v primeru izplačila dobička, vendar ne omogočajo glasovalne pravice. Navadne delnice vsebujejo glasovalno pravico pri skupščini delničarjev in predkupno pravico pri nakupu novoizdanih delnic. Na skupščini delničarjev lastniki z glasovalno pravico določijo nadzorni svet, ki imenuje in nadzira upravo podjetja.

Financiranje z navadnimi delnicami prinaša določene prednosti. Načeloma je to ugodnejši način financiranja kot z izdajo obveznic, saj denarni tokovi niso določeni vnaprej. Podjetje izvaja določeno politiko dividend, ki ni pogodbeno določena. Lastniki se lahko na skupščinah odločijo za izplačilo dividend oziroma zadrževanje dobičkov. Navaden lastniški kapital krepi finančno moč podjetja, kar pozitivno vpliva na bonitetno oceno podjetja in posledično na nižje obrestne mere pri zagotavljanju dolžniškega financiranja. Nadalje lastniški kapital zagotavlja zaščito upnikov pred izgubami. Ob likvidaciji podjetja ta predstavlja vir sredstev za poravnavo. Navadni delničarji so ob likvidaciji podjetja poplačani zadnji.

Negativna posledica pri izdaji novih delnic je potencialna izguba nadzora nad podjetjem. Kadar se trenutni lastniki ne odločijo za dokup novoizdanih delnic, s tem izgubijo del vpliva v podjetju. Zaradi povečanja števila delnic to vodi do nominalnega znižanja dividend ob nespremenjenem dobičku. Pri uspešni investiciji, financirani z dolgom, preostanek denarnega toka ostane investitorjem. Na drugi strani se dobiček investicije razdeli glede na število vseh novih in predhodnih delnic. Delniški papirji so izpostavljeni tržnim nihanjem, kjer obstaja nevarnost izdaje novih delnic v času tržnega pesimizma. Izdajatelji so v tem primeru prikrajšani za določena finančna sredstva. Poleg vsega naštetega ne smemo pozabiti na visoke stroške izdaje novih delnic, ki jih zaračunavajo investicijske banke (Brigham & Houston, 2009, str. 219-220).

1.3 Primarni in sekundarni trg

Primarni in sekundarni trg se razlikujeta po prodaji izdanih vrednostnih papirjev. Na primarnem kapitalnem trgu se trguje z novo izdanimi vrednostnimi papirji. Mednje spadajo izdaje novih delnic, obveznic podjetij, državne obveznice itd. Pri izdaji vrednostnih papirjev na primarnem trgu sodelujejo investicijske banke. Naloga le-teh je zagotovitev potrebnega postopka izdaje in pridobitev potencialnih kupcev. Poslovna praksa je pokazala, da se investicijske banke povezujejo v konzorcije za zagotovitev likvidnostnih sredstev. Izdajatelji sodelujejo z investicijskimi bankami na različne načine. Na osnovnem nivoju investicijske banke zagotovijo izdajo vrednostnih papirjev in prodajo na trgu. Cena vrednostnih papirjev je prepuščena tržni presoji. Nivo višje se izdajatelj sam odloči, katero vrsto vrednostnih papirjev bo izdal za pridobitev finančnih sredstev in izbere investicijsko banko, ki nudi najnižje stroške izdaje. Na najvišjem nivoju izdajatelj prepusti odločanje in vodenje izdaje investicijski banki. Ta mu svetuje pri določitvi vrste in cene po kateri naj ponudi svoje vrednostne papirje. Investicijske banke poskrbijo za pridobitev kupcev in vzdržnost cene (Prohaska, 2004, str. 12).

Izdajatelj na primarnem trgu ima možnost izbire, na kakšen način bo ponudil vrednostne papirje vlagateljem. Kadar poda ponudbo izbranim vlagateljem, govorimo o zaprti ponudbi, ki je značilna za prvo ponudbo delnic. Takšna izdaja omogoča izdajatelju, da si sam izbere strateške vlagatelje. Drugi način je tako imenovana javna ponudba delnic. Ta prinaša večjo transparentnost, saj se z delnicami trguje na borzi. Lastnikom je zagotovljena dnevna

likvidnost in tržna vrednost naložbe. Na drugi strani izdajatelj lažje pridobi finančna sredstva z javno ponudbo delnic. Razpršena mreža lastnikov omogoča bolj fleksibilno zagotavljanje svežih finančnih sredstev v primeru dokapitalizacije, saj si vlagatelji zaradi uravnoteženosti svojih portfeljev ne želijo prevelike vezave sredstev v eno samo naložbo. Javna ponudba delnic je podvržena strogim zakonskim pravilom. Podjetje je dolžno objavljati javno dostopne podatke o poslovanju in premoženju, ki lahko potencialno koristijo konkurenčnim podjetjem. Zanemarljivi niso niti stroški poročanja, ki so vezani na izdajanje letnih in medletnih poročil. Nestabilna lastniška struktura predstavlja tveganje, ki je povezano z javno ponudbo delnic. Takrat je uprava podjetja še dodatno primorana skrbeti za stabilno lastniško strukturo. Da bi pritegnila pozornost vlagateljev, uprava daje prednost kratkoročnim ciljem, ki niso vedno dolgoročno vzdržni.

Sekundarni trg predstavlja vsakršno nadaljnje trgovanje že izdanih vrednostnih papirjev, ki zagotovi njihovo likvidnost. Investitor lahko v določenem trenutku potrebuje finančna sredstva ali se odloči za drugo investicijo. V tem primeru na sekundarnem trgu proda svoje vrednostne papirje. Brez tega bi bili vrednostni papirji veliko manj zanimiva naložba zaradi slabe likvidnosti (Mishkin & Eakins, 2009, str. 273-276).

1.3.1 Borza

Najbolj znane ustanove sekundarnega trga so borze. Borze so gospodarske družbe, ki organizirajo trgovalne pogoje, kjer se srečata ponudba in povpraševanje po vrednostnih papirjih. Pogoje za trgovanje z vrednostnimi papirji predstavlja organiziran, transparenten, učinkovit in likviden trg, ki ustreza vsem finančnim in drugim regulativam. Največje borze na svetu predstavljajo ameriški New York Stock Exchange in American Stock Exchange, japonska Tokyo Stock Exchange, angleška London Stock Exchange in kitajska Shanghai Stock Exchange (World Federation of Exchanges, 2013). Na borzi poteka trgovanje v okviru določenih pravil. Trgovanje z vrednostnimi papirji opravljajo pooblaščen borzni posredniki. Trguje se s papirji, ki so uvrščeni v borzno kotacijo. Med prihodke borze štejemo trgovalne provizije, članarine, prodajo informacijskih kanalov in uvrstitve novih vrednostih papirjev.

1.3.2 OTC trgovanje

Poleg borznega trgovanja poznamo tudi trgovanje preko okenca imenovano OTC (angl. *over the counter*) trgovanje. Za razliko od borznega trgovanja tukaj ni centralne lokacije, kjer poteka trgovanje. Posredniki so razpršeni in trgujejo neposredno preko elektronskih informacijskih sistemov. Načeloma se na borzah trguje z delniškimi in dolžniškimi papirji podjetji, pri OTC trgovanju pa se večinoma trguje z državnimi dolžniškimi papirji.

1.4 Lastnosti kapitalskih in borznih trgov

Določanje vrednosti papirjev je odvisno od tveganja in denarnega toka, ki ga vrednostni papir nosi. Pri tem se upošteva vse razpoložljive in predvidene prihodnje informacije, o čemer govori teorija učinkovitih trgov. Trg v svojem bistvu dnevno akumulira vse dane informacije in špekulacije, na podlagi tega pa generira ceno vrednostnim papirjem. Dobička po teoriji učinkovitih trgov ni mogoče generirati na podlagi starih informacij in vzorcev cen. Različne študije so skušale dokazati, da izbor borznega posrednika dolgoročno ni nič bolj uspešen, kot naključen portfelj delnic. Iz tega se je razvila zanimiva »pikado teorija«, po kateri bi vlagatelj vrigel pikado puščico v seznam podjetji s katerimi se trguje na borzi. Na tak način izbrana podjetja naj bi v povprečju prinašala večji donos, kot izbor borznega posrednika, ki za svoje svetovanje zaračunava stroške svetovanja. Menim, da teorija učinkovitega trga ne drži. Prvič to demantirajo uspešni vlagatelji, ki s svojimi investicijami prehitevajo letno rast borznega trga. Drugič v primeru popolnega učinkovitega trga ne bi prišlo do borznih zlomov. V bistvu borzni zlom ne predstavlja nič drugega kot hitro korekcijo trgovalne cene, kar se v učinkovitem trgu ne more zgoditi. Zato ne moremo govoriti, da kapitalski trg na kratek rok akumulira vse razpoložljive informacije (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 487).

Finančni trg s svojimi produkti nosi različna tveganja za vlagatelje. Vlagatelji pri tem iščejo ustrezno sedanjo in prihodnjo tržno ceno. O tveganju govorimo, kadar donosi sredstev niso povezani z gotovostjo, ampak z verjetnostno porazdelitvijo. Povedano drugače tveganja predstavlja, kadar je realni donos drugačen od predvidenega. V osnovi delimo investitorje v tri glavne skupine. Ljubitelji tveganja vlagajo sredstva v tvegane naložbe, ker pričakujejo večje donose, »ceteris paribus«. Poznani so še tveganju nenaklonjeni in nevtralni investitorji (Berk et al., 2006, str. 57).

Iskanje tržne cene vrednostnih papirjev je glavni razlog za nihanje vrednosti na borznih trgih. Vrednotenje obveznic je relativno preprosto, saj so znani prihodnji denarni tokovi in glavnica. Edino neznanko predstavlja izdajateljeva nezmožnost izpolnjevanja obveznosti do upnikov. Po drugi strani na delniškem trgu obstaja večje število neznank, ki so vezane na prihodnje pričakovane denarne tokove. Ti v prihodnje niso zagotovljeni, izplačani so v dveh oblikah, kot dividende in kot zadržani dobiček. Dividende so izplačane neposredno vlagateljem, pri zadržanih dobičkih pa vlagatelji pričakujejo povečanje cene delnice kot kapitalski dobiček. Na podlagi teh denarnih tokov se določa notranja vrednost vrednostnih papirjev. Za navadne delnice predstavlja notranjo vrednost pričakovana vrednost dividend in obrestna mera donosnosti. Ravno zaradi razlike v prihodnjih denarnih tokovih delnic in obveznic je trgovanje z delniškimi vrednostnimi papirji podvrženo večjim tržnim nihanjem in obratno veljajo trgi obveznic za stabilne. Obstaja veliko različnih načinov kako določati notranje vrednosti delnic.

1.4.1 Modeli določanje vrednosti delnic

Eden izmed osnovnih modelov določanja vrednosti delnic je dividendni diskontni model, ki vključuje predvidene prihodnje dividende in jih po stopnji zahtevane rasti diskontira na sedanjo vrednost (Brigham & Houston, 2009, str. 285).

$$Vrednost\ delnice = \frac{Div_1}{(1+r)^1} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Div_n ... dividende v določenem obdobju

$(1+r)^n$... zahtevana stopnja rasti

Iz dividendnega diskontnega modela je izpeljan Gordonov model rasti, ki predvideva konstantne rasti dividend v prihodnje, zato se večinoma uporablja za določanje vrednosti zrelih podjetij (Brigham & Houston, 2009, str. 284).

$$Vrednost\ delnice = \frac{DPS_1}{R_e - G} \quad (2)$$

DPS_1 ... pričakovane dividende v prihodnjem letu

R_e ... zahtevana stopnja donosa za vlagatelje

G ... letna stopnja rasti dividend

Najbolj pogost način določanja notranje vrednosti delnice temelji na modelu diskontiranega denarnega toka. Za razliko od prejšnjih modelov, model diskontiranega denarnega toka ugotavlja notranjo vrednost na podlagi prostih denarnih tokov. Denarni tok predstavlja seštevek med čistim dobičkom in amortizacijo v obdobju zmanjšano za spremembo v obratnem kapitalu in kapitalskih odhodkih (Damodaran, str. 15).

$$DFC = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

DFC ... model diskontnega denarnega toka

n ... odboje investicije

CF_n ... denarni tok v obdobju

t ... diskontna mera na tehtano povprečje stroškov kapitala

Kot lahko sedaj še praktično razberemo iz enačb (1), (2) in (3), je skupno vsem modelom notranjih vrednosti delnic določanje prihodnjih prihodkov. Ta se izrazi v obliki izplačanih dividend in denarnega toka. V ekonomski znanosti je še veliko modelov, ki se ukvarjajo z ugotavljanjem notranjih vrednosti delnic, ki prav tako v svojem bistvu preučujejo prihodnje denarne tokove.

Nasproti iskanju notranjih vrednosti delnic, se vlagatelji poslužujejo Keynesove teorije, ki temelji na podlagi tržne psihologije in prihodnjih pričakovanih vrednosti sredstev. Takšno razmišljanje privede do tako imenovanih špekulativnih mehurčkov. Ti se pojavijo ob rasti cene vrednostih papirjev in pričakovanju vlagateljev po nadaljnji rasti navkljub nerealnim temeljem. Vrednosti ne rastejo več na podlagi trdnih dejstev, ampak na podlagi upov in pričakovanj. Špekulativni mehurčki se vedno končajo z zlomi. Nevarnost pri tem je izguba zaupanja znotraj kapitalskih trgov. Ravno nezaupanje v kapitalske trge vodi v negativne posledice v realnem gospodarstvu (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 484-485).

Ekonomska zgodovina je polna nihanj vrednosti na borznih trgih. V 20. stoletju je prišlo do obdobja stagnacij, rasti in upada vrednosti. Za primer vzemimo borzni indeks Dow Jones Industrial Average. Izrazita obdobja stagnacije so bila med leti 1900 in 1921, ko je vrednost indeksa nihala med 68,13 in 63,90 točkami. Vrednost indeksa je stagnirala 21 let. Naslednje izrazito obdobje stagnacije je med leti 1962 in 1982, ko je vrednost nihala med 734,91 in 776,92 točkami. Tudi to obdobje stagnacije je trajalo kar 20 let.

Obdobja med leti 1921–1929, 1942–1962, 1982–2002 predstavljajo intervale izrazite rasti vrednosti indeksa. Med leti 1921 in 1929 se je vrednost povečala iz 63,9 na 381,17 indeksnih točk. Med leti 1942 in 1962 iz 92,92 na 734,91 indeksnih točk in med leti 1982 in 2002 iz 776,92 na 11.722,90 indeksnih točk.

Upad vrednosti borznega indeksa je poznan pojav. Najbolj znano obdobje upadanja borznega indeksa predstavlja obdobje med leti 1929 in 1932, ko je vrednost indeksa znižala iz 381,17 na 41,22 indeksnih točk. Navkljub vsem obdobjem stagnacij in upadov se je vrednost indeksa Dow Jones Industrial Average v 20. stoletju povečala iz 68,13 na 11.497,12 indeksnih točk oziroma povprečna letna rast znaša 5,26 odstotkov (Dow Jones Industrial Average, 2012).

1.5 Zunanji vplivi na kapitalske trge

Kapitalski trg ni podvržen samo odločitvam posameznih poslovnih subjektov pri zagotavljanju optimalne strukture kapitala, nanj vpliva tudi stanje gospodarstva v celoti. Za ugotavljanje stanja poznamo veliko makroekonomskih kazalcev. Stopnja rasti bruto domačega proizvoda, domače potrošnje, produktivnosti, inflacije, rast bruto plač in saldo tekočega računa plačilne bilance izrazito vplivajo na kapitalske trge. Večanje stopenj bruto domačega proizvoda, rast bruto plač, domače potrošnje in produktivnosti imajo pozitivne učinke. Kot je bilo predstavljeno v točki 1.5, vrednostni papirji akumulirajo podatke o prihodnjem povečanju prihodkov podjetji. Stopnja inflacije na dolgi rok negativno vpliva na kapitalske trge, saj gospodarstvo izgublja konkurenčno prednost v primerjavi z ostalimi gospodarstvi. To predstavlja potencialno nevarnost za gospodarstvo, če vlada ne zagotovi dolgoročne vzdržnosti preko strukturnih reform. Saldo tekočega računa plačilne bilance prikazuje likvidnost gospodarstva. Tudi ta kazalnik na dolgi rok kaže na stabilnost oziroma na potencialne nestabilnosti.

Najpomembnejši generator makroekonomskih vplivov na trg kapitala je vlada. Osnovna naloga vlade v gospodarstvu je izboljšanje ekonomske učinkovitosti, porazdelitve dohodka, stabiliziranje gospodarstva z ukrepi makroekonomske politike in izvajanje mednarodne ekonomske politike (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 285). Ekonomsko učinkovitost želijo vlade doseči na različne načine. Nekatere so zavezane pristopu laissez-faire brez vmešavanja, druge upoštevajo visoko stopnjo vladnega nadzora trga. Kapitalski trgi od gospodarstva pričakujejo učinkovitost in stabilnost. Menim, da so kapitalski trgi indiferentni do pristopov vlad, če te lahko zagotovijo oba pogoja.

Vlada poizkuša enakomerno porazdelitev doseči s politiko socialnih transferjev in davčno politiko. Pri izvajanju davčne politike so kapitalski trgi občutljivi, o čemer veliko pove izjava britanskega premiera Davida Camerona (Cameron: Davek na finančne transakcije je norost., 2012). Ta je na Svetovnem gospodarskem forumu leta 2013 v Davosu povedal: »Da sploh razmišljamo o uvedbi davka na bančne transakcije v času, ko se borimo za spodbujanje rasti naših gospodarstev, je enostavno noro.« Finančno središče v Londonu s provizijami po ocenah ustvari med 8% in 14% celotnega BDP-ja Velike Britanije v letu 2012 (Peston, 2012).

Zadnja od nalog vlad je izvajanje mednarodne ekonomske politike, preko katere si države prizadevajo za zmanjševanje trgovinskih omejitev, usklajevanje makroekonomskih politik itd. V interesu kapitalskih trgov je zagotavljanje prostega pretoka kapitala s čim nižjimi stroški.

Državni izdatki predstavljajo glavno orodje fiskalne politike. Znan je pojem proračunskega presežka, o katerem govorimo takrat, ko vsi davki in drugi prihodki presežejo vladne izdatke za dano leto. Nasproten je pojem proračunskega primanjkljaja, ki se pojavi, ko izdatki presegajo prihodke. Za zagotovitev sredstev se mora država zadolžiti na kapitalskem trgu. Tok novega dolga predstavlja primanjkljaj. Seštevek vsega primanjkljaja sestavlja vladni dolg. Izenačeni prihodki in izdatki v danem letu predstavljajo uravnotežen proračunu (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 645).

Od vseh zgoraj naštetih vladnih nalog poznamo tudi neposredne regulacije na kapitalskih trgih. Sem spadajo zakonske in podzakonske uredbe o delovanju kapitalskega trga ter davčna politika. V določenih primerih pridemo do neposrednega vstopa vlade na kapitalski trg. Poznana so poročila za določeno investicijo ali zagotavljanje solventnosti gospodarskega subjekta. Kadar so posledice propada gospodarske družbe za celotno gospodarstvo večje kot stroški reševanja, v izrednih primerih vlada celo vstopi v lastniško strukturo podjetja.

Vlade na kapitalskih trgih s svojimi odločitvami vodijo progresivno fiskalno politiko, na drugi strani pa centralne banke izvajajo pasivno monetarno politiko. Centralne banke preko svojih instrumentov želijo ohranjati ravnovesja na trgih. V času recesije lahko na kratek rok spodbudijo potrošnjo ali jo obratno v času ekspanzije omejijo. Za gospodarstvo je značilno ciklično nihanje. V tem pogledu je naloga centralnih bank blaženje nihanja na trgih (Mishkin & Eakins, 2009, str. 156). Primarna naloga monetarne politike evropske centralne banke je

ohranjanje znosne stopnje inflacije. Za cilj si je zadala 2% stopnjo inflacije (Evropska centralna banka, 2013).

Za dosego teh ciljev imajo na razpolago različna orodja. Najpomembnejše je obrestna mera, ki se v osnovi deli na diskontno in ciljno obrestno mero. Z diskontno obrestno mero centralna banka neposredno vpliva na trg, saj zanjo velja, da takoj stopi v veljavo. Na podlagi te si komercialne banke izposojajo kratkoročna finančna sredstva od centralne banke. Ciljna obrestna mera je oblikovana na podlagi opcijskega dogajanja na medbančnem trgu. Želja centralnih bank je, da bi se s tem orodjem čim bolj približale realni obrestni meri. Sprememba ciljne obrestne mere ima neposreden vpliv na gospodarstvo, saj se na podlagi le-te določijo višine obresti kreditov, depozitov. Tudi na kapitalskih trgih se oblikujejo naložbene odločitve glede na višino obrestne mere. Lastniški papirji v času nizkih obrestnih mer nosijo večji donos kot obvezniki in obratno. Visoke obrestne mere podražijo ceno denarja v obtoku, zato se poveča donosnost obvezniškim papirjem. Centralne banke imajo še eno pomembno orodje, ki posredno vpliva na kapitalski trg in sicer stopnjo obveznih rezerv bank. S tem centralna banka močno vpliva na zaupanje v finančni sistem in politiko bank. Ob povečanju zahtevane stopnje rezerv se to izrazi v konservativnem podeljevanju kreditov. Na podlagi tega se zniža stopnja investicij v gospodarstvu, kar se posledično odraža na kapitalskih trgih (Konda, 2010). Glavna naloga vlade in centralne banke znotraj makroekonomskega okolja je zagotoviti stabilne, regulirane in fleksibilne pogoje, v katerih kapitalski trg uspeva.

2 BORZNI TRG

2.1 Ameriški borzni trg

Že leta 1792 je bil dosežen sporazum o trgovanju z vrednostnimi papirji med posredniki, na podlagi katerega je nastal organiziran trg delnic v New Yorku. Leta 1817 je bil sprejet uradni pravilnik in statut borze. Določeno je bilo tudi ime New York Stock & Exchange Board, ki se je leta 1863 preoblikovalo v New York Stock Exchange, znano tudi kot NYSE.

Zaradi velikega števila delnic, ki kotirajo na borzah, je težko razbrati, kakšno je dejansko trgovalno vzdušje. V pomoč so nam borzni indeksi, ki običajno vključujejo vodilna podjetja in kažejo trend v katerem se nahaja borza. Tako je bil 26. maja 1896 ustanovljen delniški indeks Indeks Dow Jones Industrial Average, znan tudi kot Dow Jones. Določen je na podlagi tridesetih največjih delniških družb, ki kotirajo na borzi.

2.1.1 INDEKS DOW JONES

Zgodovinsko gledano je imel Indeks Dow Jones v 20. stoletju povprečni 5,3% letni donos. Vrednost indeksa je izračunana na podlagi seštevka vrednosti vseh izdanih delnic, ki jih indeks proučuje. Dobljena vrednost je razdeljena z delivcem - utežjo, ki je določen na podlagi podjetij v indeksu in številom izdanih delnic posameznega podjetja. Poleg dnevnih sprememb

je delivec deležen tudi strukturnih. Do teh pride zaradi zamenjave podjetij znotraj indeksa, oziroma izdaje ali odkupa obstoječih delnic s strani izdajatelja. Na takšen način indeksu zagotavljajo konsistentnost. Zadnja večja modifikacija delivca je bila 7. februarja 2010. Na ta dan je vrednost znašala 0,132129493. (Dow Jones Industrial Average Historical Divisor Changes, 2012). Vrednost indeksa je izračunana po naslednji formuli (Dow Jones Industrial Average Methodology, 2012).

$$DJIA = \frac{\sum p}{d} \quad (4)$$

p – vrednost posamezne delnice, ki je vključena v indeks

d – delivec

2.2 Slovenski borzni trg

Organiziran borzni trg je v Sloveniji obstajal že pred drugo svetovno vojno. Med leti 1924 in 1942 je v Ljubljani potekalo trgovanje z blagom in valutami v prostorih današnje Filharmonije. Po letu 1942 je trgovanje zamrlo vse do leta 1989. Današnja Ljubljanska borza je bila ustanovljena 26. decembra 1989, v marcu leta 1990 pa se je začelo prvo trgovanje z vrednostnimi papirji. V letu 1992 je bilo uvedeno trgovanje s plemenitimi kovinami. Naslednji mejnik je bilo leto 2002, v katerem je prišlo do prevzema družbe Lek s strani Novartisa. Takratni indeks SBI 20 in letni promet na borzi sta v tem letu dosegla rekordno vrednost. 1. aprila leta 2006 je bil uveden indeks SBI TOP. Zadnji večji mejnik je bil dosežen z vstopom Slovenije v evrsko območje leta 2007. Takrat je Ljubljanska borza prišla iz tolarskega na evrsko trgovanje (Ljubljanska borza, 2012b, 2012c).

2.2.1 INDEKS SBI TOP

SBI TOP je delniški indeks Ljubljanske borze in služi kot merilo trgovanja z ostalimi vrednostnimi papirji. V indeks so vključene delnice največjih in najbolj likvidnih podjetij s katerimi se trguje na borzi. Uveden pa je bil z namenom povečanja prepoznavnosti in likvidnosti delnic. Indeks služi kot merilo spremljanja dnevnega trgovalnega utripa na borzi. Bazno izhodišče je bilo določeno na dan 31. marca 2006 pri 1000 točkah. Vrednost indeksa se določa na podlagi naslednje formule (Ljubljanska borza, 2012d).

$$SBI\ TOP = \frac{\sum p \times q \times FF \times RF}{Bazna_vrednost} \times 1000 \times C \quad (5)$$

p - tečaj

q – število kotirajočih delnic

FF – faktor prostega obtoka (razredi 0-0,1-0,2-0,3-0,4-0,5-0,6-0,7-0,8-0,9-1)

RF – faktor prilagoditve deleža (max 30%)

C – popravni faktor

2.3 Interpretacija dogajanja na borznih trgih

Pravilna interpretacija trgovalnega dogajanja je osnovnega pomena pri izbiri investicijskih odločitev. Warren Buffet (2005, str. 4) meni naj bodo investitorji prestrašeni, ko so drugi pohlepni in pohlepni, ko so drugi prestrašeni. Ta misel zgovorno govori na kakšen način razmišljajo uspešni investitorji. V točki 1.4.1 sem prikazal, da ima pri oblikovanju notranjih vrednosti delnic velik pomen predvidevanje naslednjih prihodkov podjetij. Borzno trgovanje je tako pod vplivom optimističnega ali pesimističnega predvidevanja.

Borzno trgovanje lahko analiziramo preko spremljanja osrednjih borznih indeksov skozi določeno obdobje. Pri tem moramo določiti izhodiščni čas analize, maksimalne in minimalne vrednosti indeksa. Pozorni moramo biti, da izberemo pravilni časovni interval, saj je prekratko preučevano obdobje podvrženo dnevnim špekulativnim nihanjem, predolgo obdobje pa ne prikazuje realnega borznega dogajanja. Različni borzni kazalniki nam nudijo možnost spremljanja trgovalnega vzdušja. Najbolj razširjena sta kazalnik knjigovodske vrednosti, imenovan P/B kazalnik in kazalnik multiplikator trenutnega dobička, imenovan P/E kazalnik.

2.3.1 Kazalnik P/B

Kazalnik P/B prikazuje razmerje med trenutno tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo podjetja. Knjigovodska vrednost je določena kot razlika med celotnim premoženjem in obveznostmi podjetja. Običajno pri industrijskih podjetjih predstavlja velik del premoženja njihova infrastruktura, kar se odraža v nizki vrednost indeksa P/B, zato se kazalnik P/B večinoma uporablja za vrednotenje storitvenih podjetij na primer v bančnem sektorju. Formula izračuna vrednosti kazalnika P/B (Brigham & Houston, 2009, str. 98):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Tržna cena}}{\text{Knjigovodska vrednost na delnico}} \quad (6)$$

Tržna cena – cena delnice na določen trgovni dan

Knjigovodska vrednost na delnico – knjigovodska vrednost podjetja razdeljena na število izdanih delnic

2.3.2 Kazalnik P/E

Kazalnik P/E, imenovan tudi multiplikator čistega dobička, prikazuje koliko je investitor pripravljen plačati za eno enoto dobička. Določi se kot razmerje med tržno ceno in dobičkom na delnico, označeno s kratico ESP (angl. *Earnings per share*). Kazalnik je uporaben pri vrednotenju podobnih podjetij znotraj posameznih industrij in velja za dobrega pokazatelja, kakšna so tržna pričakovanja posameznih panog. Kritiki kazalnika P/E dokazujejo, da nekatera podjetja dolgoročno vzdržujejo visoke vrednosti in zato ne odražajo precenjenosti podjetja.

Formula izračuna vrednosti kazalnika P/E (Brigham & Houston, 2009, str. 99):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržna cena}}{EPS} \quad (7)$$

Tržna cena – cena vrednostnega papirja na določen trgovni dan

EPS – dobiček na delnico

Kazalnik P/E je mogoče interpretirati kot rast prihodnjih pričakovanih dobičkov. Po Grahamu predstavlja vrednost 8,5 bazično izhodišče. Kapitalski trg v bazičnem izhodišču ne pričakuje rasti dobičkov. Od vsake vrednosti, večje od izhodiščne, odštejemo bazično vrednost in delimo z 2. Dobljena vrednost predstavlja odstotne točke pričakovane letne rasti dobičkov.

Formula pričakovane tržne letne rasti dobičkov (Graham & Zweig, 2003, str. 295):

$$\text{Letna tržna pričakovana rast dobičkov} = \frac{P/E - b}{2} \quad (8)$$

P/E – multiplikator čistega dobička

b – bazično izhodišče določeno pri vrednosti 8,5

Tabela 1: Interpretacija vrednosti kazalnika P/E

Vrednosti kazalnika P/E	Letna tržna pričakovana rast dobičkov izražena v odstotnih točkah	Interpretacija vrednosti kazalnika P/E
0-10	Med -4,25 in 0,75	Kazalnik kaže na podcenjenost podjetja, kar pomeni, da investitorji v prihodnje pričakujejo znižanje prihodkov.
10-17	Med 0,75 in 4,25	Podjetja v tem razredu so zanimiva za nakup.
17-25	Med 4,25 in 8,25	Investitorji pričakujejo bistveno povečanje prihodkov v naslednjih letih.
25+	Nad 8,25	Pri teh vrednostih se smatra, da je vrednost podjetja precenjena. Investitorji pričakujejo bistveno povečanje prihodkov oziroma je dobiček v primerjavi s preteklimi leti drastično upadel.

Vir: Prirejeno po B. Graham, & J. Zweig, *The Intelligent Investor*, 2003, str. 295.

Iz razlage kazalnika P/E je razvidno, da visoka vrednost kaže na tržno pričakovanje rasti dobičkov in obratno, pri čemer je potrebno vrednosti kazalnika vzeti v kontekst dolgoročne vzdržnosti. Vlagatelj mora presoditi, ali je investicija sposobna zagotavljati letne rasti dobičkov nad 8 odstotnimi točkami skozi daljše obdobje. Menim, da so določena podjetja sposobna dosegati takšne vrednosti. Če ima povprečni kazalnik P/E borznega indeksa takšne vrednosti, jasno kaže na precenjenost borznega trga. Na podlagi tega dejstva bom v nadaljnji analizi uporabil kazalnik P/E za interpretacijo borznega dogajanja.

2.4 Alternativa borznim trgom

Posamezniku vlaganje sredstev na trge surovin, umetnin, dragih kamnov, nepremičnin, starin predstavlja alternativo borznim trgom. Za slovenski prostor je znano vlaganje sredstev v nepremičnine. Zaradi tega sem se v svoji nadaljnji analizi osredotočil na nepremičninski trg. Nepremičninski in borzni trg imata nekatere skupne značilnosti. Enako kot na borznem trgu tudi na nepremičninskem trgu poznamo lastniško upniška razmerja. Vlagatelji investirajo sredstva v pričakovanju višjih donosov. V primeru nepremičninskega trga predstavlja rast trga višanje vrednosti m^2 nepremičnine. Namesto izplačil dividend vlagatelji prejemajo najemnino pri oddajanju nepremičnin. Nadalje je gospodarska rast neposredno povezana z rastjo vrednosti nepremičnin.

3 ANALIZA BORZNEGA TRGA

3.1 Makroekonomsko stanje v Sloveniji med leti 2007–2012

Borzni trgi so neločljivo povezani z makroekonomskim dogajanjem. Kot sem že predstavil v točki 1.5, vladne politike močno vplivajo na borzni trg. Slovenija je v letu 2012 doživela padec bruto domačega proizvoda za 2,3 odstotne točke. Ta padec je drugi največji po letu 2009. Takrat je upad bruto domačega proizvoda znašal 7,9 odstotnih točk. Napovedi za leto 2013 niso nič bolj obetavne. UMAR pričakuje nadaljnje krčenje gospodarstva za 1,9 odstotne točke. Temelji prihodnje gospodarske rasti niso močni, saj se domača potrošnja zmanjšuje že od leta 2010. V letu 2012 je dosegla najnižjo negativno rast pri 2,6 odstotnih točkah. Registrirana brezposelnost se konstantno povečuje od leta 2008. Produktivnost dela se je v letu 2012 ponovno zmanjšala, tokrat za 1,1 odstotno točko, drugič po letu 2009, ko je upad znašal 6,1 odstotne točke. Dodaten kazalnik, ki kaže na nadaljnji pričakovan upad domače potrošnje, je negativna rast bruto plač v letu 2012, ki je znašala 2,4 odstotne točke. To se je zgodilo prvič v celotnem preučevanem obdobju.

Od preučevanih kazalnikov saldo tekočega računa plačilne bilance kaže pozitiven trend. Od leta 2008 se je negativna vrednost zmanjševala, v letu 2012 je kazalnik dosegel pozitivno vrednost, za leto 2013 pa UMAR napoveduje nadaljnjo rast. Vsi preučevani kazalniki kažejo na resno stanje slovenskega gospodarstva v preučevanem obdobju. Navkljub upadu gospodarske aktivnosti in slabim obetom za prihodnost, ima Slovensko gospodarstvo še vedno zdrava jedra, ki se kažejo v pozitivnem trendu kazalca salda tekoče plačilne bilance.

Tabela 2: Makroekonomski kazalniki za Slovensko gospodarstvo v leti 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 in napoved za leto 2013

Leto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (napoved)
BDP, realna rast (v %)	7,0	3,4	-7,8	1,2	0,6	-2,3	-1,9
Stopnja registrirane brezposelnosti (v %)	7,7	6,7	9,1	10,7	11,8	12,0	13,4
Bruto plače na zaposlenega, realna rast (v %)	2,2	2,5	2,5	2,1	0,2	-2,4	-1,8
Produktivnost dela stopna rasti (BDP na zaposlenega), realna rast (v %)	3,5	0,8	-6,1	3,5	2,2	-1,1	-0,2
Končna potrošnja, realna rast (v %)	4,8	3,2	0,7	1,4	0,4	-2,6	-3,7
SALDO tekočega računa plačilne bilance (v mio EUR)	-1.646,0	-2.295,0	-246,0	-209,0	2,0	874,0	1.545,0

Vir: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj, 2013.

3.2 Metodologija analize borznih trgov

Metodologija analize borznega trga je sestavljena iz naslednjih korakov:

- V celotni analizi bom preučeval podatke med leti 2007 in 2012. Podatki za leto 2013 predstavljajo napovedi in ne odražajo realnega stanja.
- Ugotavljanje povprečnega P/E kazalnika za SBI TOP in Dow Jones indeksa 18. junija 2012. Vrednost obeh povprečnih kazalnikov P/E je izračunana po formuli za P/E za vsako delnico, ki sestavlja indeks. Na podlagi enakega deleža posameznega podjetja znotraj indeksa bom izračunal vrednost povprečnega kazalnika P/E. Indeks SBI TOP je v tem obdobju dosegal minimalne vrednosti, zato je bil naključno izbran datum 18. junij 2012.
- Ob nespremenjeni strukturi obeh indeksov bom izračunal povprečni indeks na dan 1. oktobra 2007. Pri izračunu povprečnega kazalnika P/E je uporabljena vrednost posamezne delnice z dne 1. oktober 2007 in dobiček na posamezno delnico iz leta 2007. Indeks SBI TOP je v letu 2012 vseboval delnice podjetij Zavarovalnice Triglav d.d. in Nove Kreditne Banke Maribor d.d., ki v letu 2007 še nista bili vključeni v indeks. Obe podjetji skupaj predstavljata 12,44% vrednosti indeksa, zato je pri izračunu povprečnega kazalnika P/E podana ocena glede na spremenjene parametre. Kljub temu pričakujem, da ta sprememba ne bo bistveno vplivala na končni rezultat zaradi svojega relativno majhnega deleža v indeksu. Indeks SBI TOP je v tem obdobju dosegal maksimalne vrednosti, zato je bil naključno izbran datum 1. oktober 2007.

- Analiziranje dogajanja borznih indeksov Dow Jones, SBI TOP in indeksov avstrijske, češke, slovaške, madžarske in grške borze. V tem obdobju ugotavljam nihanja znotraj maksimalne in minimalne vrednosti indeksov in stanje 11. septembra 2012.
- V svojem diplomskem delu bom ugotavljal vrednosti na nepremičninskem trgu v istem časovnem intervalu. Skupni imenovalac ugotavljanja vrednosti nepremičnine je povprečna cena m² stanovanja v Sloveniji. Razlike v cenah nepremični med regijami v Sloveniji so velike, vendar me pri analizi zanima povprečno stanje na trgu. Na podlagi tega bom lahko nepremičninski trg primerjal s kapitalskim in ugotovil kateri od obeh trgov je v povprečju dosegel večji donos oziroma nižji upad vrednosti.

3.3 Analiza indeksa Dow Jones

V letih med 2007 in 2012 je indeks Dow Jones 11. oktobra 2007 dosegel svojo maksimalno vrednost pri 14.093,08 točkah. Nato je sledilo obdobje izrazitega upadanja vrednosti. Tako je 5. marca 2009 vrednost indeksa znašala samo še 6.626,94 točk. Od 5. marca 2009 do konca analize se je indeks vrnil na vrednosti iz leta 2007.

Vrednost indeksa Dow Jones je dne 1. oktober 2007 znašala 14.087,55 točke. Dne 18. junija 2012 je vrednost znašala 12.741,82 točke. Tako predstavlja vrednost indeksa 90,45% vrednosti glede na 1. oktober 2007. Na podlagi metodologije, določene v prvi alineji točke 3.2 in formuli za izračun kazalnika P/E pod točko 2.3.2, je na dan 18. junij 2012 povprečni kazalnik P/E znašal 15,69. Ob upoštevanju druge alineje metodologije analize v točki 3.4 je bila na dan 1. oktober 2007 vrednost povprečnega kazalnika P/E 17,39 (Prirejeno po MarketWatch, 2012).

Slika 1: Vrednost indeksa Dow Jones med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks Dow Jones, 2012.

3.4 Analiza Indeksa SIB TOP

Indeks SBI TOP je v preučevanem obdobju dosegel maksimalno vrednost z 2.674,69 točkami 31. avgusta 2007 in minimalno vrednost 24. avgusta 2012 pri 501,27 točkah. Podatki kažejo na to, da SBI TOP od 31. avgusta 2007 do konca analize izgublja na vrednosti.

Slika 2: Vrednost indeksa SBI TOP med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks SBI TOP, 2012.

Vrednost indeksa SBI TOP je 1. oktobra 2007 znašala 2.618,58 indeksnih točk, 18. junija 2012 pa samo še 543,58 točk. Tako predstavlja vrednost indeksa 18. junija 2012 zgolj 20,76% vrednosti glede na stanje 1. oktobra 2007. Absolutno se je v tem obdobju vrednost indeksa znižala za 2.075 indeksnih točk.

Indeks SBI TOP je v preučevanem obdobju dosegel maksimalno vrednost z 2.674,69 točkami 31. avgusta 2007 in minimalno vrednost 24. avgusta 2012 pri 501,27 točkah. Pri analizi slovenskega kapitalskega trga sem ugotovil, da je povprečni kazalnik P/E na dan 18. junija 2012 znašal 10,50. Ob enaki strukturi indeksa in na podlagi znanih trgovalnih vrednostih ugotavljam, da je 1. oktobra 2007 ocena povprečnega P/E kazalnika znašala 42,46 (Prirejeno po Ljubljanska borza, 2012).

3.5 Interpretacija dobljenih rezultatov

Iz analize ugotavljam, da je indeks SBI TOP doživel velika nihanja povprečnega kazalnika P/E. Vrednost P/E se je absolutno znižala za 31,03. Če podatek interpretiram po Grahamu, ugotovim, da se je pričakovana rast dobičkov znižala za 15,5. V primerjavi z indeksom Dow Jones so ta nihanja povprečnega kazalnika P/E velika. Za borzni indeks Dow Jones se je povprečni kazalnik P/E absolutno znižal za 1,7 točke in 0,85 odstotne točke za letne pričakovane rasti dobičkov. Pričakovanje rasti dobičkov se je tako za indeks SBI TOP v primerjavi z indeksom Dow Jones v preučevanem obdobju znižala za več kot osemnajstkrat. Iz vseh pridobljenih podatkov, izračunov sem dokazal, da je bil slovenski borzni indeks SBI TOP v preučevanem obdobju podvržen veliki volatilnosti.

Glede na vse preučevano ugotavljam, da se je indeks Dow Jones v letu 2012 navkljub na velike pretese v realnem sektorju vrnil na enake vrednosti, kot pred zlomom v letu 2008. Indeks SBI TOP na drugi strani v letu 2012 še vedno beleži upadanje vrednosti. Vzroke za takšno nihanje gre iskati predvsem v osnovni razliki med obema indeksoma. Indeks SBI TOP je bil v letu 2007 podvržen prevelikim pričakovanjem rasti letnih dobičkov, glede na realno stanje v gospodarstvu. Tako je leta 2007 realna rast BDP-ja predstavlja 7,0 odstotnih točk, tržno pričakovanje za indeks SBI TOP pa je znašalo kar 16,5 odstotnih točk. Dow Jones je v tem obdobju dosegal vzdržna pričakovanja glede na gospodarsko rast.

Tabela 3: Dobljeni rezultati analize borznega trga med leti 2007–2012

Ime indeksa	Preučevan dan	Vrednost indeksa	Povprečna vrednost kazalnika P/E	Pričakovana letna rast dobičkov po Grahamu
SBI TOP	1. oktober 2007	2.618,58	41,53	16,50
SBI TOP	18. junij 2012	543,58	10,50	1,00
Dow Jones	1. oktober 2007	14.087,55	17,39	4,44
Dow Jones	18. junij 2012	12.741,82	15,69	3,59

Vir: Prirejeno po Ljubljanska borza, 2012; MarketWatch, 2012

Letna pričakovana rast dobičkov je običajno večja glede na realno rast BDP-ja za nekaj odstotnih točk. Do tega odstopanja prihaja zaradi različne strukture obeh kazalcev. BDP predstavlja celotno aktivnost gospodarstva, borzni indeksi vključujejo največja podjetja znotraj posameznega trga oziroma celotnega gospodarstva. Pravilom ta podjetja dosegajo v povprečju večje dobičke kot gospodarstvo v celoti.

Če primerjam oba indeksa z zgodovinske perspektive ugotovim, da je bil Dow Jones med leti 1928 in 1932 deležne še večjega upada vrednosti. Tako je vrednost indeksa Dow Jones v letu 1932 znašal samo še dobrih 10% vrednosti iz leta 1928. Glede na kratko zgodovino modernega slovenskega borznega trgovanja, velikosti trga in specifičnega gospodarskega položaja v katerem se je znašla Slovenija upad vrednosti indeksa SBI TOP ne preseneča. V nadaljevanju diplomskega dela želim ugotoviti ali je tako drastičen upad vrednosti indeksa na Ljubljanski borzi značilen samo za slovenski gospodarski prostor.

4 DOGAJANJE NA POSAMEZNIH EVROPSKIH KAPITALSKIH TRGIH

Primerjava kazalnikov P/E indeksa SBI TOP in Dow Jones dokazuje, da je v preučevanem obdobju prišlo do velike volatilnosti na slovenskem borznem trgu. Sedaj se mi postavlja

vprašanje, kakšno je bilo dogajanje s podobnimi indeksi v istem obdobju. Za preučevanje nadaljnje analize sem izbral indekse srednjeevropskih borz, ki so geografsko, gospodarsko in politično sorodne ljubljanski borzi. Kot je predstavljeno v metodologiji analize v točki 1.5, so to indeksi avstrijske, češke, slovaške, madžarske in grške borze. Pričakujem, da bo indeks grške borze zanimiv zaradi prikaza korelacije med izrazitim padcem gospodarske aktivnosti v državi in padcem vrednosti borznega indeksa. Grški BDP je leta 2008 znašal 233 milijard evrov, v letu 2012 se je skrčil na 193 milijard evrov (Eurostat, 2013).

4.1 Evropski borzni trgi

4.1.1 Avstrijski borzni indeks ATX

Avstrijski borzni indeks na Dunaju, imenovan tudi ATX, je 9. julija 2007 dosegel maksimalno vrednost pri 4.981,87 indeksnih točkah. Minimalna vrednost je bila dosežena 9. marca 2009 pri vrednosti 1.411,95. Podobno kot pri SBI TOP, je tudi ATX v letu 2008 doživel občuten upad vrednosti. V začetku leta 2009 je dosegel najnižjo vrednost, nato je sledilo obdobje zmerne rasti vrednosti. Do konca preučevanega obdobja se vrednost indeksa ni uspela povrniti na vrednosti iz leta 2007.

Slika 3: Vrednost indeksa ATX med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks ATX, 2012.

4.1.2 Madžarski borzni indeks BUX

Madžarski osrednji indeks borze v Budimpešti ima kratico BUX. Indeks je dosegel maksimalno vrednost 23. julija 2007 pri 30.118,12 točkah in minimalno vrednost pri 9.461,29 indeksnih točkah 23. julija 2009. Podobno kot indeks ATX, je v začetku leta 2009 dosegel dno, vendar se je nato v letih 2010 in 2011 vrnil na vrednosti iz leta 2007. V drugi polovici leta 2011 je indeks začel ponovno izgubljati na vrednosti, kar se je nadaljevalo s stagnacijo v letu 2012.

Slika 4: Vrednost indeksa BUX med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks BUX, 2012.

4.1.3 Češki borzni indeks PX

Indeks češke borze v Pragi, imenovan indeks PX z oznako FPXAA, je dosegel maksimalno vrednost pri 1.910,10 točkah dne 25. oktobra 2007, oziroma minimalno vrednost pri 640,90 točkah dne 26. februarja 2009. Podobno kot predhodna indeksa, je v začetku leta 2009 dosegel dno. V nadaljevanju se indeks PX ni več uspel vrniti na vrednosti iz leta 2007, se je pa zanimivo pojavil podoben trend nihanja vrednosti indeksa kot pri predhodnih dveh.

Slika 5: Vrednost indeksa PX med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks PX, 2012.

4.1.4 Slovaški borzni indeks SAX

Indeks slovaške borze v Bratislavi z oznako SAX je dosegel maksimalno vrednost pri 462,86 točkah 10. april 2008 oziroma minimalno vrednost pri 187,67 točkah 28. junij 2012. V septembru 2012 je vrednost znašala 191,34 točk. Indeks SAX je, nasprotno kot ostali preučevani evropski indeksi, do sredine leta 2010 beležil izrazit upad vrednosti. Sledilo je

obdobje majhne rasti vrednosti do sredine leta 2011 in nato ponovni upad vrednosti do konca analize.

Slika 6: Vrednost indeksa SAX med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks SAX, 2012.

4.1.5. Grški borzni indeks FTSE/ATHEX

Zadnji od preučevanih je indeks grške borze v Atenah z oznako FTSE. Maksimalno vrednost je dosegel 31. oktobra 2007 pri 2.841,23 točkah in 5. junija 2012 minimalno vrednost pri 169,88 točkah. Trend nihanja indeksa FTSE/ATHEX je podoben kot pri ostalih preučevanih indeksih. Indeks je doživel izrazit padec vrednosti v letu 2008, odboj vrednosti v letu 2009 in ponovni upad vrednosti med leti 2010 in 2012.

Slika 7: Vrednost indeksa FTSE/ATHEX med leti 2007 in 2012



Vir: Borzni indeks FTSE/ATHEX, 2012.

4.2 Rezultati primerjave med borznimi trgi in interpretacija rezultatov

Na podlagi opravljene analize sorodnih evropskih borznih indeksov ugotavljam, da volatilitnost indeksa SBI TOP ni samo posledica specifičnega slovenskega trga, ampak gre za ponavljajoče dogajanje. Večina evropskih indeksov dosega več kot polovični upad glede na maksimalne vrednosti indeksov. Pri tem izstopa le madžarski indeks BUX, ki je 11. septembra 2012 dosegel 61,8% maksimalne vrednosti. Zaskrbljujoč je podatek, da slovenski borzni indeks na isti dan zaostaja za ostalimi borznimi indeksi za več kot 20 odstotnih točk. Izjema je grški borzni indeks, kjer so rezultati glede na velik gospodarski toliko slabši. Ostali preučevani evropski indeksi se gibljejo v rangi med 40 in 60 odstotki maksimalne vrednosti. Slovenski borzni indeks v tem pogledu dosega skromnih 19,30% maksimalne vrednosti indeksa. Iz analize odstopa ameriški indeks Dow Jones, ki se je letu 2012 praktično povrnil na maksimalno vrednost, kar kaže na robustnost in odpornost indeksa Dow Jones.

Tabela 4: Rezultati primerjave med borznimi trgi in interpretacija rezultatov

Država	Oznaka indeksa	Maksimalna vrednost indeksa v obdobju 2007–2012	Minimalna vrednost indeksa v obdobju 2007–2012	Vrednost indeksa na dan 11.09.2012	Minimalna vrednost izražena v odstotkih v primerjavi z maksimalno vrednostjo (v %)	Vrednost na 11.09.2012 primerjavi z maksimalno vrednostjo (v %)
ZDA	Dow Jones	14.093,08	6.626,94	13.323,36	47,02	94,54
Slovenija	SBI TOP	2.674,69	501,27	516,16	18,74	19,30
Avstrija	ATX	4.981,87	1.411,95	2.127,27	28,34	42,70
Madžarska	BUX	30.118,12	9.461,29	18.604,96	34,41	61,80
Češka	FPXAA	1.910,10	640,90	953,40	33,55	49,90
Slovaška	SAX	462,86	187,67	191,34	40,55	41,34
Grčija	FTSE	2.841,23	169,88	270,10	5,98	9,50

Vir: Prirejeno po MarketWatch, 2012

Z analizo ugotavljam, da so izbrani evropski borzni indeksi v preučevanem obdobju podvrženi izrazitim nihanjem vrednosti. Nihče od indeksov ob koncu preučevanega obdobja ni dosegal vrednosti iz leta 2007. V povprečju so evropski indeksi pri minimalni vrednosti dosegali 26,93% maksimalne vrednosti. 11. septembra 2012 je to povprečje znašalo 37,42%. Indeks Dow Jones je pri minimalni vrednosti indeksa dosegal 47,02% maksimalne vrednosti oziroma 94,54% 11. septembra 2012. Pri oblikovanju vlagateljevega portfelja moramo to dejstvo upoštevati in paziti na izpostavljenost tem trgom, v katerega spada tudi slovenski. Ob

primerjavi z ostalimi indeksi ugotavljam, da je slovenski indeks doživel izrazitejše upade vrednosti. Za indeksom SBI TOP tako zaostaja le grški indeks FTSE/ATHEX.

5 NEPREMIČNINSKI TRG

Vlaganje finančnih sredstev v nepremične v Sloveniji predstavlja alternativni način vlaganja finančnih sredstev. Zanima me, kako je razporeditev na kapitalskih trgih vplivalo na trg nepremičnin. Metodologija analize vrednosti nepremičnin je določena v točki 3.2. Na podlagi tega dejstva sem za posamezna leta v obdobju 2012–2007 preučil povprečno ceno m^2 stanovanjske nepremičnine iz tretjega kvartala. V analizi me ni zanimalo nihanje količine prodanih objektov, ampak izključno nihanje vrednosti m^2 .

V Sloveniji je povprečna vrednost m^2 stanovanjske nepremičnine v tretjem kvartalu leta 2007 znašala 1.651,00 €. Vrednost pri vseh nadaljnjih letih predstavlja vrednost tretjega kvartala in cena m^2 predstavlja povprečno ceno stanovanjskega objekta v Sloveniji. V letu 2008 smo dosegli maksimalno vrednost pri 1.845,00 € na m^2 in v letu 2012 minimalno vrednost pri 1.649,00 € na m^2 .

Ugotavljam, da je bil trg nepremičnin, v smislu ohranjevalca vrednosti, manj volatilen v obdobju 2007–2012 kot slovenski borzni trg, kjer je zabeležen bistveno večji upad vrednosti. V primeru izbire najslabšega trenutka za vstop na trg nepremičnin v letu 2008, bi vlagatelj do leta 2012 potencialno izgubil 10,62% vrednosti investicije.

Tabela 5: Vrednost m^2 stanovanjske nepremičnine v Sloveniji med leti 2007 in 2012

Leto	Vrednost m^2 (v €)	Sprememba vrednosti glede na leto 2008	Sprememba vrednosti glede na leto 2008 (v odstotnih točkah)
2007	1.651,00	89,48	10,52
2008	1.845,00	100,00	-
2009	1.660,00	89,97	10,03
2010	1.784,00	96,69	3,31
2011	1.770,00	95,93	4,07
2012	1.649,00	89,38	10,62

Vir: Prirejeno po Geodetska uprava Republike Slovenije, Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenske trgu za 3. četrtletje za leto 2012; Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenske trgu za 3. četrtletje za leto 2011; Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenske trgu za 3. četrtletje za leto 2010; Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenske trgu za 3. četrtletje za leto 2009; Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenske trgu za 3. četrtletje za leto 2008.

SKLEP

V teoretičnem delu sem pokazal, kako je gospodarstvo neposredno prepleteno s kapitalskimi trgi. K slabemu stanju v gospodarstvu veliko pripomore visoka stopnja zadolženosti podjetij, manjšanje kupne moči prebivalstva, nekonkurenčnost gospodarstva, nižanje bonitetnih ocen države in potreba po sanaciji bančnega sektorja. Vsi ti dejavniki vplivajo na stanje slovenskega borznega trga.

Z analizo borznega trga sem želel ugotoviti, kako se je slovenski borzni trg gibal v preučevanem obdobju med leti 2007 in 2012. Pri analizi sem uporabil multiplikator čistega dobička, imenovan tudi kazalnik P/E. Kazalnik po Graham interpretiramo kot tržno pričakovanje rasti nadaljnjih dobičkov.

Povprečni kazalnik P/E za indeks SBI TOP je v letu 2007 močno prehitel realne gospodarske napovedi. Njegova vrednost je znašala 41,53. Ameriški borzni indeks Dow Jones je v enakem obdobju dosegal vrednost 17,39. V letu 2012 so dobljeni rezultati popolnoma obrnjeni. Če je vrednost kazalnika za indeks SBI TOP znašala 10,50, je vrednost kazalnika za Dow Jones znašala 15,69. Na dan 18. junij 2012 je pričakovna tržna rast dobičkov znašala 1%. Po uradnih podatkih je slovensko gospodarstvo v letu 2012 doživelo krčenje BDP-ja. Zastavi se vprašanje ali je borzni trg še vedno preoptimističen glede na realno stanje v gospodarstvu. Razmerja med pričakovanimi tržnimi rastmi dobičkov in gospodarsko rastjo ne morem primerjati enoznačno. Za to obstajata vsaj dva razloga. Prvi razlog je v strukturi indeksa SBI TOP, ki vključuje sedem največjih slovenskih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Na drugi strani pa gospodarsko rast tvorijo vsa podjetja, ki so na trgu. Drugi razlog je velikost slovenskega borznega trga, saj posamezno podjetje izraziteje vpliva na borzni indeks kot v ameriškem primeru. Iz vseh dobljenih rezultatov zaključujem, da je slovenski borzni trg izraziteje podvržen volatilnosti.

Slovenski borzni trg je relativno mlad. Čeprav je potekalo valutno trgovanje pred drugo svetovno vojno in segajo začetki ustanovitve sodobne Ljubljanske borze v leto 1989, še vedno govorimo o mladi borzi. Osrednji borzni indeks SBI TOP je bil ustanovljen šele leta 2006. Vlagatelji na Ljubljanski borzi nikoli niso bili pred tako velikimi preizkušnjami, kot prav v obdobju 2007–2012.

Razpoloženje na slovenskem borznem trgu je bilo predstavljeno tudi v kontekstu dogajanja na sorodnih evropskih borznih trgih. Za primerjavo sem izbral trge, ki so geografsko, gospodarsko in politično podobni slovenskemu borznemu trgu. Na podlagi teh kriterijev so bili v analizi izbrani avstrijski, češki, slovaški, madžarski in grški borzni trg.

S problemom volatilnosti borznih trgov se ni srečal samo slovenski borzni prostor. Iz analize sem ugotovil, da so bili vsi preučevani evropski borzni trgi deležni velikih nihanj. Zaradi slabega stanja v realnem gospodarstvu je nihanje vrednosti slovenskega borznega indeksa bolj

izrazitejše od ostalih. Še večji upad vrednosti pa je doživel borzni indeks v Atenah. To dejstvo krepi teorijo, ki govori o neposredni povezanosti med borznimi trgi in gospodarskim stanjem v državi. V povprečju so evropski indeksi ob koncu analize dosegli 37,4 odstotkov maksimalne vrednosti. V tem pogledu je slovenski borzni indeks zaostajal za 18,16 odstotnih točk. Primerjava z indeksom Dow Jones kaže, da so evropski indeksi ob koncu analize v povprečju zaostajali za 57,14 odstotnih točk.

Ugotavljam, da so bili preučevani evropski borzni indeksi v obdobju 2007–2012 prav tako podvrženi veliki volatilnosti trga. Slovenija v tem pogledu ni bistveno drugačna od evropskih borznih trgov. Analiza je še pokazala, da je upad vrednosti na slovenskem borznem trgu bolj izrazit kot v ostalih preučevanih trgih, razen v primeru borze v Atenah.

V diplomskem delu sem preučil tudi, kaj se je v istem preučevanem obdobju dogajalo na trgu nepremičnin. Iz dobljenih rezultatov ugotavljam, da se je slovenski nepremičninski trg izkazal za odpornega na nihanja vrednosti. Med leti 2007 in 2012 povprečna cena m² stanovanja v Sloveniji praktično ni doživela upada vrednosti, oziroma je upad med maksimalno vrednostjo v letu 2008 in minimalno vrednostjo v letu 2012 znašal samo 10,62 odstotne točke. Upad je bistveno manjši v primerjavi z indeksom SBI TOP, kjer upad znaša 81,26 odstotnih točk.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P., (2006). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. *Borzni indeks ATX*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/ATX?countrycode=AT>
3. *Borzni indeks BUX*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/BUX?countrycode=HU>
4. *Borzni indeks Dow Jones*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/DJIA>
5. *Borzni indeks FTSE/ATHEX*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/FTSE?countrycode=GR>
6. *Borzni indeks PX*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/FPXAA?countrycode=CZ>
7. *Borzni indeks SAX*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/SAX?countrycode=XX>
8. *Borzni indeks SBI Top*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/Index/SBITOP?countrycode=XX>
9. Brigham, E. F., & Houston J. F. (2009). *Fundamentals of Financial Management* (12th ed.). Mason: South-Western Cengage Learning, cop.
10. Buffet, W. (2005). Shareholders letters 2004. Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2004ltr.pdf>
11. Cameron: Davek na finančne transakcije je norost. (2012, 26. januar). Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.rtvsl.si/gospodarstvo/cameron-davek-na-financne-transakcije-je-norost/275592>
12. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of my asset* (2nd ed.). New York: Wiley.
13. *Dow Jones Industrial Average*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu www.djaverages.com/?go=industrial-index-data&report=performance
14. *Dow Jones Industrial Average Historical Divisor Changes*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.cmegroup.com/trading/equity-index/files/djia-history-divisor.pdf>
15. *Dow Jones Industrial Average Methodology*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/meth_info/Dow_Jones_Averages_Methodology.pdf
16. Evropska centralna banka. (2013). Stabilnost cen – opredelitev. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_002.sl.html

17. Eurostat. (2013). GDP and main components - Current prices. Najdeno 17. maja 2013 na spletnem naslovu http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_gdp_c&lang=en
18. Graham, B., & Zweig, J. (2003). *The Intelligent Investor*. New York: HarperCollins Publishers.
19. Geodetska uprava Republike Slovenije. (2008). Poročilo o povprečnih cenah nepremičnina na slovenskem trgu za 3. četrletje 2008. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu http://prostor3.gov.si/ETN-JV/etn_jv/docs?action=getDocumentFile&docID=10
20. Geodetska uprava Republike Slovenije. (2009). Poročilo o povprečnih cenah nepremičnina na slovenskem trgu za 3. četrletje 2009. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu http://prostor3.gov.si/ETN-JV/etn_jv/docs?action=getDocumentFile&docID=20
21. Geodetska uprava Republike Slovenije. (2010). Poročilo o povprečnih cenah nepremičnina na slovenskem trgu za 3. četrletje 2010. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu http://prostor3.gov.si/ETN-JV/etn_jv/docs?action=getDocumentFile&docID=29
22. Geodetska uprava Republike Slovenije. (2011). Poročilo o povprečnih cenah nepremičnina na slovenskem trgu za 3. četrletje 2011. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu http://prostor3.gov.si/ETN-JV/etn_jv/docs?action=getDocumentFile&docID=36
23. Geodetska uprava Republike Slovenije. (2012). Poročilo o povprečnih cenah nepremičnina na slovenskem trgu za 3. četrletje 2012. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu http://prostor3.gov.si/ETN-JV/etn_jv/docs?action=getDocumentFile&docID=42
24. Konda, U. (2010, 13. september). Nova pravila za banke med 2013 in 2019. *Finance.si*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/289191/Nova-pravila-za-banke-med-2013-in-2019>
25. Ljubljanska borza. (b.l.). V *Arhiv vrednosti VP in indeksov*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289>
26. Ljubljanska borza. (2007). Letno statistično poročilo v letu 2007. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=7053>
27. Ljubljanska borza. (2012a). Letno statistično poročilo v letu 2012. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=16143>
28. Ljubljanska borza. (2012b). Zgodovina borze. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2319>
29. Ljubljanska borza. (2012c). Kronologija borze. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2321>
30. Ljubljanska borza. (2012d). SBI TOP. Vodilni indeks Ljubljanske borze. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/media/Attachments/Indeksi/SLO/2011/Brosura_indeks_2011.pdf

31. MarketWatch. (b.l.). V *US Market Overview*. Najdeno 11. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/tools/marketsummary>
32. Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006). *Financial Markets and Institutions* (5th ed.) Boston: Pearson/Addison Wesley.
33. Peston, R. (2012, 19. oktober). UK mugged by eurozone banking union? *BBC NEWS*. Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.bbc.co.uk/news/business-20002553>
34. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D., (2002). *Ekonomija, šestnajsta izdaja*. Ljubljana: GV Založba.
36. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2013). Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2013. Najdeno 15. maja 2013 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spomladanska_napoved_2013/PNGG_2013.pdf
37. World Federation of Exchanges. (2013). Domestic market capitalization. Najdeno 17. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovar kratic	1
Priloga 2: Povprečni kazalnik P/E za indeks SBI TOP	2
Priloga 3: Povprečni kazalnik P/E za indeks Dow Jones v letu 2012	3
Priloga 4: Povprečni kazalnik P/E indeks Dow Jones v letu 2007	4

Priloga 1: Slovar kratic

ATX – Austrian Traded Index

BUX – Budapest Stock Index

PX – Prague Stock Exchange Index

SAX – The Slovak share index

Priloga 2: Povprečni kazalnik P/E za indeks SBI TOP

Tabela 1: Povprečni kazalnik P/E za indeks SBI TOP dne 18. junija 2012

Ime	Oznaka	Cena v EUR	P/E	ESP	Odstotek (v %)	Povprečni P/E
KRKA, d. d.	KRKG	42,00	8,67	4,85	29,59	2,56
PETROL, d.d.	PETG	170,05	6,82	24,95	20,16	1,37
MERCATOR, d.d.	MELR	124,20	19,63	6,33	18,98	3,73
TELEKOM SLOVENIJE, d.d.	TLSG	70,00	13,38	5,23	14,85	1,99
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d.d.	ZVTG	12,05	5,82	2,07	8,90	0,52
GORENJE, d.d.	GRVG	5,14	9,05	0,57	3,98	0,36
NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR d.d.	KBMR	2,23	-0,88	-2,53	3,54	-0,03
Skupaj					100,00	10,50
SBI TOP		543,58				

Vir: Prirejeno po Ljubljanska borza, 2012

Tabela 2: Povprečni kazalnik P/E za indeks SBI TOP dne 1. oktobra 2007

Ime	Oznaka	Cena v EUR	P/E	ESP	Odstotek (v %)	Povprečni P/E
KRKA, d. d.	KRKG	116,09	29,61	3,92	29,59	8,76
PETROL, d.d.	PETG	980,87	44,12	22,23	20,16	8,90
MERCATOR, d.d.	MELR	370,00	90,24	4,10	18,98	17,13
TELEKOM SLOVENIJE, d.d.	TLSG	465,72	34,50	13,50	14,85	5,12
GORENJE, d.d.	GRVG	48,00	40,68	1,18	3,98	1,62
Skupaj					87,56	41,53
SBI TOP		2.618,58				

Vir: Prirejeno po Ljubljanska borza, 2012

Priloga 3: Povprečni kazalnik P/E za indeks Dow Jones v letu 2012

Tabela 3: Povprečni kazalnik P/E za indeks Dow Jones dne 18. junija 2012

Ime	Oznaka	Cena v USD	P/E	ESP	Odstotek (v %)	Povprečni P/E
Alcoa, Inc.	AA	8,69	110,42	0,079	0,53	0,58
American Express Company	AXP	55,85	12,88	4,336	3,39	0,44
The Boeing Company	BA	71,9	12,50	5,752	4,37	0,55
Bank of America Corporation	BAC	7,76	9,06	0,857	0,47	0,04
Caterpillar Inc.	CAT	86,74	9,72	8,922	5,27	0,51
Cisco Systems, Inc.	CSCO	17,14	11,52	1,488	1,04	0,12
Chevron Corporation	CVX	103,46	7,65	13,528	6,29	0,48
E. I. du Pont de Nemours and Company	DD	50,32	13,61	3,697	3,06	0,42
Walt Disney Co.	DIS	47,1	15,45	3,049	2,86	0,44
General Electric Company	GE	19,75	15,90	1,242	1,20	0,19
The Home Depot, Inc.	HD	52,32	18,50	2,828	3,18	0,59
Hewlett-Packard Company	HPQ	21,05	-7,41	-2,840	1,28	-0,09
International Business Machines Corporation	IBM	198,29	14,15	14,009	12,05	1,71
Intel Corporation	INTC	27,42	11,50	2,384	1,67	0,19
Johnson & Johnson	JNJ	66,3	21,23	3,123	4,03	0,86
JPMorgan Chase & Co.	JPM	34,62	7,77	4,454	2,10	0,16
Kraft Foods Inc.	KFT	38,98	19,37	2,013	2,37	0,46
The Coca-Cola Company	KO	37,99	20,02	1,898	2,31	0,46
McDonald's Corp.	MCD	90,24	16,81	5,368	5,48	0,92
3M Co.	MMM	87,31	14,15	6,168	5,31	0,75
Merck & Co. Inc.	MRK	38,85	17,74	2,190	2,36	0,42
Microsoft Corporation	MSFT	29,84	14,95	1,995	1,81	0,27
Pfizer Inc.	PFE	22,62	19,19	1,179	1,37	0,26
Procter & Gamble Co.	PG	62,29	19,77	3,151	3,79	0,75
AT&T, Inc.	T	35,63	47,23	0,754	2,17	1,02
The Travelers Companies, Inc.	TRV	63,07	11,03	5,717	3,83	0,42
United Technologies Corp.	UTX	75,00	12,82	5,851	4,56	0,58
Verizon Communications Inc.	VZ	43,82	43,68	1,003	2,66	1,16
Wal-Mart Stores Inc.	WMT	68,12	14,20	4,797	4,14	0,59
Exxon Mobil Corporation	XOM	83,11	8,59	9,678	5,05	0,43
Skupaj					100,00	15,69
Dow		12.741,82				

Vir: Prirejeno po MarketWatch, 2012

Priloga 4: Povprečni kazalnik P/E indeks Dow Jones v letu 2007*Tabela 4: Povprečni kazalnik P/E za indeks Dow Jones dne 1. oktobra 2007*

Ime	Oznaka	Cena v USD	P/E	ESP	Odstotek (v %)	Povprečni P/E
Alcoa, Inc.	AA	39,15	13,14	2,980	0,53	0,07
American Express Company	AXP	60,63	17,73	3,420	3,39	0,60
The Boeing Company	BA	106,65	19,90	5,360	4,37	0,87
Bank of America Corporation	BAC	50,64	15,12	3,350	0,47	0,07
Caterpillar Inc.	CAT	79,56	14,34	5,550	5,27	0,76
Cisco Systems, Inc.	CSCO	32,99	24,44	1,350	1,04	0,25
Chevron Corporation	CVX	94,44	10,70	8,830	6,29	0,67
E. I. du Pont de Nemours and Company	DD	50,22	15,45	3,250	3,06	0,47
Walt Disney Co.	DIS	34,65	14,81	2,340	2,86	0,42
General Electric Company	GE	42,02	19,01	2,210	1,20	0,23
The Home Depot, Inc.	HD	33,16	13,93	2,380	3,18	0,44
Hewlett-Packard Company	HPQ	50,98	18,47	2,760	1,28	0,24
International Business Machines Corporation	IBM	119,03	16,26	7,320	12,05	1,96
Intel Corporation	INTC	26,37	21,98	1,200	1,67	0,37
Johnson & Johnson	JNJ	66,14	18,02	3,670	4,03	0,73
JPMorgan Chase & Co.	JPM	46,81	10,38	4,510	2,10	0,22
Kraft Foods Inc.	KFT	34,3	20,91	1,640	2,37	0,50
The Coca-Cola Company	KO	28,95	22,27	1,300	2,31	0,51
McDonald's Corp.	MCD	56,01	28,58	1,960	5,48	1,57
3M Co.	MMM	94,74	16,62	5,700	5,31	0,88
Merck & Co. Inc.	MRK	52,43	34,72	1,510	2,36	0,82
Microsoft Corporation	MSFT	29,77	15,67	1,900	1,81	0,28
Pfizer Inc.	PFE	24,85	20,88	1,190	1,37	0,29
Procter & Gamble Co.	PG	70,91	18,37	3,860	3,79	0,70
AT&T, Inc.	T	42,23	21,66	1,950	2,17	0,47
The Travelers Companies, Inc.	TRV	51,83	7,36	7,040	3,83	0,28
United Technologies Corp.	UTX	82,07	18,74	4,380	4,56	0,85
Verizon Communications Inc.	VZ	45,40	24,02	1,890	2,66	0,64
Wal-Mart Stores Inc.	WMT	44,47	14,21	3,130	4,14	0,59
Exxon Mobil Corporation	XOM	93,95	12,76	7,360	5,05	0,64
Skupaj					100,00	17,39
Dow		14.087,55				

Vir: Prirejeno po MarketWatch, 2012