

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNI TRGI V DRŽAVAH CENTRALNE IN VZHODNE
EVROPE**

Ljubljana, junij 2002

NATALIYA DANYLEVSKA

IZJAVA

Študent/ka NATALIYA DANYLEVSKA izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. ZDENKO-ta PROHASKA in dovolim objavo tega diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

| | |
|---|------------------|
| UVOD | 1 |
| <u>1. POMEN IN ZNAČILNOSTI FINANČNEGA TRGA.</u> | <u>3</u> |
| <u>2. SPLOŠNE ZNAČILNOSTI POSAMEZNIH FINANČNIH SISTEMOV</u> | <u>5</u> |
| 2.1. MADŽARSKO GOSPODARSTVO | 5 |
| 2.2. POLJSKO GOSPODARSTVO | 6 |
| 2.3. UKRAJINSKO GOSPODARSTVO | 7 |
| <u>3. PROCES PRIVATIZACIJE TER NJEGOVA VLOGA V RAZVOJU TRGA KAPITALA</u> | <u>8</u> |
| 3.1. PROCES PRIVATIZACIJE NA MADŽARSKEM | 9 |
| 3.2. PROCES PRIVATIZACIJE NA POLJSKEM | 9 |
| 3.3. PROCES PRIVATIZACIJE V UKRAJINI | 10 |
| <u>4. DENARNI TRG IN MONETARNA POLITIKA</u> | <u>12</u> |
| 4.1. DENARNI TRG IN VODENJE MONETARNE POLITIKE NA MADŽARSKEM | 12 |
| 4.2. DENARNI TRG IN VODENJE MONETARNE POLITIKE NA POLJSKEM | 14 |
| 4.3. DENARNI TRG IN VODENJE MONETARNE POLITIKE V UKRAJINI | 17 |
| <u>5. BANČNI SEKTOR</u> | <u>20</u> |
| 5.1. RAZVOJ BANČNEGA SEKTORJA NA MADŽARSKEM | 21 |
| 5.2. RAZVOJ POLJSKEGA BANČNEGA SEKTORJA | 22 |
| 5.3. RAZVOJ UKRAJINSKEGA BANČNEGA SEKTORJA | 23 |
| <u>6. TRG KAPITALA</u> | <u>25</u> |
| 6.1. POSEBNOSTI IN RAZVOJ MADŽARSKEGA TRGA KAPITALA | 25 |
| 6.1.1. PRIMARNI TRG | 26 |
| 6.1.2. SEKUNDARNI TRG | |

| | | |
|---------------------------------------|--|---------------|
| 6.2 | POSEBNOSTI IN RAZVOJ POLJSKEGA TRGA KAPITALA | 27 |
| 6.2.1 | PRIMARNI TRG | 29 |
| 6.2.2 | SEKUNDARNI TRG | 30 |
| 6.3 | RAZVOJ IN POSEBNOSTI UKRAJINSKEGA TRGA KAPITALA | 33 |
| 6.3.1 | PRIMARNI TRG | 34 |
| 6.3.2 | SEKUNDARNI TRG | 35 |
| 7. ANALIZA FINANČNIH TRGOV | | 38 |
| <hr/> | | |
| 7.1 | TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE | 39 |
| 7.2 | ANALIZA TRGA KAPITALA | 41 |
| SKLEP | | 46 |
| <hr/> | | |
| LITERATURA | | 49 |
| <hr/> | | |
| VIRI | | 50 |
| <hr/> | | |
| PRILOGA | | |
| <hr/> | | |

UVOD

Razvoj denarnega in kapitalskega trga je močno odvisen od ekonomskega stanja v gospodarstvu. Za države centralne in vzhodne Evrope je značilno, da se njihovi finančni trgi nahajajo v fazi razvoja.

Države centralne ter vzhodne Evrope so naredile dolgo pot institucionalnega razvoja trga in praktično ponovno zgraditi trg kapitala.

Lahko navedemo pet ključnih dejavnikov v razvoju finančnih trgov držav v tranziciji in sicer: vodenje monetarne politike ter njena vloga pri doseganju stabilnosti gospodarstva; značilnosti bančnega sektorja centralne ter vzhodne Evrope; potek privatizacije; usklajevanje deviznega tečaja in razvoj trga kapitala.

V svojem diplomskem delu se bom z namenom, da dobimo splošni pregled razvoja dogodkov po letu 1991, bolj podrobno posvetila preučevanju teh dejavnikov.

Analiza vseh držav z njihovimi posameznimi denarnimi in kapitalskimi trgi bi bila ne le široka, temveč tudi nepregledna, zato se bom v omejila le na tri države, in sicer na Madžarsko in Poljsko, sicer predstavnici uspešne tranzicije, ter na Ukrajino, ki se sooča z več težavami pri uvajanju ekonomskih reform. Namen mojega diplomskega dela je predstaviti značilnosti razvoja finančnih trgov teh držav.

Diplomsko delo je razdeljeno na sedem delov. Uvodu sledi prvi del, v katerem na splošno opisujem finančne trge in njihove udeležence. Delitev finančnega trga na denarni in kapitalski trg, njegove posebnosti in instrumente.

V drugem delu opisujem splošne značilnosti gospodarskega razvoja gospodarstev Madžarske, Poljske in Ukrajine ter probleme, s katerimi so se srečevale države pri izvajanju ekonomskih reform, in rezultate, ki so bili doseženi v obdobju zadnjih desetih let.

V tretjem delu predstavljam proces privatizacije kot predpogoja za nastajanje trga kapitala v tranzicijskih državah. Posebnosti poteka procesa privatizacije in uspešnost izvajanja privatizacijskih reform, ki se odraža na razvoju denarnega in kapitalskega trga.

V četrtem delu opisujem stanje na denarnem trgu za katerega je značilno, da je še vedno v obdobju razvoja. Vodenje monetarne politike, s pomočjo katere centralna banka posamezne države skuša doseči narodnogospodarske cilje; razvoj, stabilnost gospodarstva, uravnoteženost plačilne bilance itd.

V petem delu sem se bolj natančno posvetila razvoju bančnega sektorja omenjenih držav. Prestrukturiranje v dvostopenjski bančni sistem igra pomembno vlogo pri razvoju sodobnega bančnega sektorja in razvoj drugih finančnih institucij.

Šesti del je namenjen bolj podrobni predstavitvi kapitalskega trga in sicer primarnega in sekundarnega trga na Madžarskem, Poljski in Ukrajini. Na primarnem trgu kapitala sem predstavila postopek izdaje vrednostnih papirjev ter posebnosti zakonodaje v posameznih gospodarstvih. Sekundarni trg sem predstavila kot trgovanje na organiziranem trgu kapitala – borzah in OTC trgu. Bolj podrobno sem se tudi poglobila v problematiko razvoja ukrajinskega kapitalskega trga.

V zadnjem delu pa sem naredila analizo investicijskega okolja in kapitalskega trga. V primerjavo sem vključila delež neposrednih tujih investicij v BDP. Ker brez analize sekundarnega trga v ožjem smislu naloga ne bi bila popolna, sledi analiza glavnih kazalcev trga kapitala kot so kapitalizacija, razvoj finančnih institucij, koeficient obračanja kapitala, promet in pomen sekundarnega trga v domači ekonomiji.

1. POMEN IN ZNAČILNOSTI FINANČNEGA TRGA.

Finančni trg predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Finančni trgi lahko razdelimo na denarni trg, na katerem se trguje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji in trg kapitala, ki je namenjen trgovanju z dolgoročnimi instrumenti (Prohaska, 1999, str.6).

Na denarnem trgu se srečujeta ponudba in povpraševanje po kratkoročnih likvidnih sredstvih neposredno med zainteresiranimi subjekti ali pa s posredovanjem specializiranih institucij. Tako se na trgu denarja pojavljajo predvsem tri skupine udeležencev:

- izdajatelji (dolžniki);
- investitorji (upniki) in;
- različni posredniki.

Običajna struktura domačega denarnega trga pa je naslednja:

- I. Operacije centralne banke na odprtem trgu – centralna banka, poslovne banke;
- II. Medbančni trg – poslovne banke;
- III. Trg tržnih vrednostnih papirjev (instrumentov) – individualni varčevalci, institucionalne investitorji (skladi, zavarovalnice, korporacije) na eni strani ter finančni posredniki (Prohaska, 1999, str. 23).

Trg kapitala pa lahko razdelimo na dolžniške instrumente (evrokreditni trg, dolžniški vrednostni papirji) in lastniške instrumente (delniški trg) (Veselinovič, 1990, str. 8).

Na trgu vrednostnih papirjev (kratkoročnih in dolgoročnih) ločimo:

- primarni trg kapitala;
- sekundarni trg kapitala;

Natančnejša delitev pa pozna tudi:

- tercialni in
- kvartarni trg.

Na primarnem trgu izdajajo vrednostne papirje: gre za trg, kjer prvotni investitorji prek investicijske banke ali sindikata bank kupujejo novoizdane vrednostne papirje, izdajatelji pa pri tem pridejo do »svežega« kapitala.

Sekundarni trg pa zajema vse trge, na katerih prihaja kasneje do trgovanja s temi vrednostnimi papirji. Nekateri avtorji pojmujejo sekundarni trg v ožjem smislu kot borzno trgovanje, kjer so točno določena »pravila igre«.

Nasproti organiziranemu borznemu trgu, ki je torej sekundarni trg kapitala v ožjem smislu, obstaja tudi tercialni oz. OTC (over-the-counter) trg, ki pomeni, da obstajajo izven organiziranega borznega trga, vzdrževalci likvidnosti trga za posamezne vrednostne papirje.

Kvartarni trg sestavljajo institucionalni investitorji, ki trgujejo med sabo z relativno velikimi paketi vrednostnih papirjev. Omenjeni investitorji pa se odločajo za taki način poslovanja večinoma zaradi večje diskretnosti in nižjih transakcijskih stroškov.

Tveganje finančnih posrednikov lahko razdelimo na:

1. Tveganje spremembe obrestne mere;
2. Tveganje spremembe valutnih tečajev;
3. Tržno tveganje;
4. Kreditno tveganje;
5. Likvidnostno tveganje in
6. Deželno tveganje (dolžniki zaradi političnih ali ekonomskih razmer v določeni državi niso pripravljeni ali niso sposobni poravnati svojih dolgov. Tak je bil na primer položaj držav v tranziciji ob izbruhu dolžniške krize v začetku osemdesetih let).

Na razvitih finančnih trgih je meja med denarnim in kapitalskim trgom zabrisana oz. obstajajo finančni inštrumenti, ki se lahko uporabljajo v likvidnostne in tudi v investicijske namene, kar pomeni, da moderna razdelitev finančnega trga upošteva namen uporabe sredstev in ne njihovo ročnost (Veselinovič, 1998, str.40).

V zadnjih dveh desetih letih smo na mednarodnih finančnih trgih pričali liberalizaciji finančnih tokov in odstranjevanju omejitev za prosto gibanje kapitala med državami. Sprva so finančne trge liberalizirale razvite države, sledile so jim manj razvite države, ki so začele odpirati svoje trge že v devetdesetih letih. Posledice odpiranja pa niso bile vedno samo pozitivne. Obsežni mednarodni tokovi kapitala, ki so se kot posledica finančne liberalizacije pretekali v manj razvite države, so odigrali svojo vlogo v finančnih krizah.

Obseg mednarodnih kapitalskih tokov v manj razvite države se je močno povečal in je v obdobju 1990 - 1999 znašal povprečno 129,9 mia USD letno. Največji del teh tokov so predstavljale tuje direktne investicije, sledile so jim tuje portfeljske investicije z 52,9 mia USD povprečnega letnega pritoka v obdobju 1990 – 1999 leta.

2. SPLOŠNE ZNAČILNOSTI POSAMEZNIH FINANČNIH SISTEMOV

V tem poglavju bom poskušala prikazati nekaj bistvenih značilnosti, ki veljajo za posamezne države, katerih finančni trgi so predmet obravnave v nadaljevanju.

2.1. MADŽARSKO GOSPODARSTVO

Madžarska je bila (poleg SFRJ) med vsemi vzhodnoevropskimi državami najhitrejša pri uvajanju tržnih reform in še vedno velja za eno od vodilnih tranzicijskih držav ter za eno od najresnejših kandidatov za članstvo v EU, kljub temu, da mora zaključiti še šest pogajalskih poglavij. Priprave na vključitev bodo še naprej določale smer ekonomske politike.

Madžarsko gospodarstvo je po velikosti na tretjem mestu v srednjevzhodni Evropi in je eno od najbolj odprtih v regiji. Delež izvoza v BDP znaša 62,5 %, delež uvoza pa 66,7 % BDP. Delež industrije v BDP se je podobno kot v ostalih tranzicijskih državah v zadnjih desetih letih znižal z 42 % na 29 %, delež kmetijstva pa na 5 %. Delež prej zapostavljenih storitvenih sektorjev se je s 40 % povzpел na več kot 60 % (CMSR, 2002).

Madžarsko gospodarstvo je relativno majhno in zelo odprto, zato je zmanjšano povpraševanje na najpomembnejših izvoznih trgih leta 2001 vplivalo na zmanjšanje gospodarske rasti, ki je po ocenah znašala še vedno visoke 4 %. Rast zasebnega povpraševanja, ki je s 63,8 % BDP daleč najpomembnejša komponenta domačega povpraševanja je znašala 4,6 %. Večja je bila tudi javna poraba, medtem ko so naložbe zaradi večje negotovosti na domačem in svetovnem trgu rasle počasneje. Pričakuje se, da se bodo stopnje rasti BDP tudi v prihodnje gibale okrog 4 %, v letu 2002 naj bi gospodarsko aktivnost spodbujalo močno domače povpraševanje, v letu 2003 pa naj bi spet začelo naraščati izvozno povpraševanje.

2.2 POLJSKO GOSPODARSTVO

Poljska je ena od najuspešnejših držav v tranziciji. Uvajanje gospodarskih reform poteka brez večjih pretresov, po stopnji gospodarske rasti pa je Poljska ena od vodilnih držav ne samo v srednji in vzhodni Evropi, ampak tudi v svetovnem merilu, saj je rast BDP ja v obdobju 1994 – 1998 na Poljskem znašala 6 %, svetovna pa 3,6 % (priloga, Tabela št.1), (CMSR, 2002).

Poljska transformacija se je začela v izjemno težkih pogojih z visoko inflacijo, s pomanjkanjem potrošnih dobrin in visoko koncentrirano proizvodnjo. V leto 1990 je Poljsko gospodarstvo vstopilo kot eno najslabših v Evropi, v leto 2002 pa z obeti, da bo postalo eno najmočnejših. Začetek radikalnih reform je bil predpogoj za preživetje gospodarstva. Program “šok terapije”, ki se je začel konec leta 1989 in ki ga je pripravil Leszek Balcerowicz, je pomenil konec centralnega planiranja ter uvedbo mehanizmov tržne ekonomije.

Po višini BDP je Poljska v svetovnem merilu na 27 mestu, med tranzicijskimi državami jo prekaša le Rusija. S tranzicijo je v gospodarstvu prišlo do obsežnega prestrukturiranja. Delež zasebnega sektorja v BDP se je kljub počasni privatizaciji od leta 1989 do 1999 povečal iz 18 % na 70 %. Delež industrije se je s 35 % leta 1992 znižal na približno 28 % v letu 1999, medtem ko delež storitvenega sektorja še naprej narašča (več kot 60 % leta 2000). Pri storitvah beležijo posebno hitro rast tržne storitve, predvsem poslovne in nepremičninske.

Zaradi velikega števila prebivalstva in pričakovane vključitve v EU bo Poljska ostala najbolj zanimiva država za tuje naložbe v regiji, kar bo vplivalo tudi na diverzifikacijo gospodarskih dejavnosti, ki bo šla v smeri intenzivnejšega razvoja proizvodnje izdelkov z višjo dodano vrednostjo.

V procesu transformacije poljske ekonomije v razvito tržno strukturo mora centralna banka podpirati institucionalni razvoj sodobnega finančnega trga.

Strateški cilj poljskega gospodarstva je integracija ekonomije z Evropsko Unijo ter kasneje z Evropsko Monetarno Unijo (EMU). Za vstop v EMU je treba doseči določene monetarne kriterije:

- Doseganje cenovne stabilnosti z zmanjšanjem stopnje inflacije na nivo 3 – 4 % letno;
- Vstop v ERM2 (sistem menjalnega tečaja v EMU) do leta 2004, kar bo pomenilo, da bo tečaj poljskega zlota vezan na EURO. Gibanje tečaja zlota bo dovoljen v mejah plus – minus 15 % od določenega fiksne tečaja;
- Doseganje dolgoročne obrestne mere, ki ne sme presegati dolgoročno obrestno mero EMU za 2 % (CMSR, 2002).

2.3 UKRAJINSKO GOSPODARSTVO

Prestrukturiranje ukrajinskega gospodarstva po osamosvojitvi leta 1991 poteka počasi, zato ohranja težka industrija še vedno vodilno vlogo. Najpomembnejše panoge so jeklarstvo, kemična industrija, premogovništvo, strojogradnja in proizvodnja orožja. Industrija ima v BDP 28,1 %.

Ukrajina je veljala za žitnico Sovjetske zveze, vendar se je delež kmetijstva v BDP v zadnjih desetih letih zmanjšal z 20 % na 11 %. Trgovina in storitve imajo relativno majhni delež v BDP, ta je leta 2000 znašal 30,6 % (CMRS, 2002).

Ukrajina mora za zagotavljanje dolgoročne gospodarske rasti prestrukturirati in posodobiti svojo proizvodnjo, za kar bodo potrebna velika domača in tuja vlaganja. Zato je bistvenega pomena nadaljevanje načrtanih gospodarskih reform, ki so med drugim tudi predpogoj za finančno pomoč multilateralnih posojilodajalcev.

Ukrajina je lani beležila rekordno stopnjo gospodarske rasti po osamosvojitvi, po ocenah je znašala kar 8,7 % (priloga, Tabela št.1). Rast BDP je poleg močnega izvoznega povpraševanja, predvsem v Rusiji, spodbujalo domače povpraševanje, ki je lani raslo po stopnji 8,2 %. Omogočile so ga višje realne plače, njihovo rednejše izplačevanje ter 17 % rast naložb. Uvajanje reform v preteklih letih je spodbudilo okrevanje kmetijskega sektorja, ki je lani tudi zaradi boljših vremenskih razmer in povečane uporabe gnojil beležil 9 % rast proizvodnje. V kolikor bo vlada zagotavljala stabilnost cen in valute, potrošno in naložbeno povpraševanje pa bosta ostala na visoki ravni, se bo gospodarska rast v prihodnjih dveh letih gibala okrog 4 do 5 % (CMSR, 2002)

Ukrajina je ustvarila tako imenovano "hibrid" ekonomijo, v kateri se pomembne aktivnosti kot tudi večji del bančnega sektorja nahaja v veliki odvisnosti od države. Država neposredno preko "nevidnih" sporazumov (kot davčne olajšave, plačilo davkov z menicami) vpliva na zmanjševanje davčnih prilivov, kar lahko na koncu pripelje k povečanju obsega "sive" ekonomije. Tako so namesto planiranih davčnih prilivov v višini 30 % BDP leta 2001, dejanski prilivi tvorili le 18-19 % BDP. V lanskem letu so se javne finance izboljšale zaradi uspešno izpeljane davčne reforme in visoke stopnje gospodarske rasti. Zaradi učinkovitejše davčne politike se je izboljšalo pobiranje davkov, pri čemer se je povečal delež gotovinskih plačil, z zniževanjem davčnih stopenj, ki bodo kratkoročno negativno vplivale na proračunske prihodke, pa želi vlada razširiti davčno bazo in zmanjšati sivo ekonomijo. Vlada je lani uravnotežila proračun, kljub nižjim privatizacijskim prihodkom od načrtovanih. Letos bo proračun po ocenah beležil primanjkljaj v višini 1,9 % BDP, naslednje leto pa se bo povečal na 2,6 % BDP.

3. PROCES PRIVATIZACIJE TER NJEGOVA VLOGA V RAZVOJU TRGA KAPITALA

Pomemben del pri oblikovanju tržnega gospodarstva oz. pri prehodu gospodarstva k tržnim pogojem poslovanja je privatizacija državne lastnine. Proces privatizacije državne lastnine je predpogoj za ustvarjanje trga kapitala tranzicijskih držav.

3.1 PROCES PRIVATIZACIJE NA MADŽARSKEM

Leta 1988 se je začela prva faza privatizacije na Madžarskem z izdajo Zakona o privatizaciji. Podjetja v državni lasti so bila relativno neodvisna (sistem samoupravljanja) in so lahko sprožila tako imenovano spontano privatizacijo. S ciljem obdržati nadzor nad privatizacijo v vseh sektorjih gospodarstva, je vlada ustanovila državno privatizacijsko agencijo.

Druga faza se je začela leta 1992 in je bila zelo uspešna. Tako je bilo konec leta 1995 privatizirano več kot 70 % državne lastnine, delež zasebnega sektorja v BDP pa se je povečal na 60-70 % (Helmenstein, 1999, str. 117).

Madžarska je zelo kmalu začela s privatizacijo, zato je ta skoraj že končana. Zasebni sektor ima 80 % do 85 % delež v BDP (CMSR, 2002), kljub temu pa vlada ohranja dokaj močan vpliv v gospodarstvu. Pomembno vlogo ima v sektorjih energetike, farmacije in telekomunikacij. Na privatizacijo čakajo še letalski prevoznik Malev Hungarian Airlines, mreža oddajnikov Antenna Hungaria, farmacevtsko podjetje Hungaropharma in elektrarna Vertes.

3.2. PROCES PRIVATIZACIJE NA POLJSKEM

Junija 1990 leta se je začela privatizacija na Poljskem z Zakonom o privatizaciji državne lastnine pa je bil ustanovljen Nacionalni investicijski sklad.

Najbolj pogosta metoda privatizacije je bila tako imenovana kapitalska privatizacija. Prva faza je bila transformacija državnih podjetij v delniške družbe s 100 % deležem lastništva državne zakladnice. Druga faza je bila ponudba delnic javnosti ali pogajanje o prodaji. Ta pristop je bil uporabljen za velika in srednja podjetja. Za srednja ter mala podjetja je bil uporabljen pristop – »privatizacija preko likvidacije«, ki je vključeval tri možnosti:

1. Prodaja sredstev preko tenderja (javnega razpisa);
2. Odkup s strani zaposlenih (employee buy-out);
3. Združitev v joint-venture z zunanjimi investitorji.

Masovna privatizacija preko prodaje voucherjev se je začela leta 1995. V programu je sodelovalo 512 podjetij, ki so bila kasneje transformirana v delniške družbe z 60 % deležem v lasti, Nacionalnih investicijskih skladov, 25 % v državni lasti, 15 % pa jih je bilo zastoj razdeljeno med zaposlene (How to do business in Poland 2001, str.69). Končni cilj tega procesa je bil pripraviti čim več podjetij za javno izdajo delnic ter njihovo trženje na trgu kapitala.

Tuje investitorji so lahko sodelovali v vseh shemah privatizacije. Tako so se lahko kupovali privatizacijski certifikati (vouchers) na sekundarnem trgu kapitala brez kakršnih koli omejitev.

Čeprav danes poljska vlada v svojem programu ni preveč naklonjena privatizaciji, jo bo morala pospešiti, saj predstavljajo privatizacijski prihodki pomemben vir proračunskih prihodkov v prihodnjih letih. V letošnjem letu je bilo predvideno 18 mia PLN (4.1 mia USD) (CMRS, 2002) prihodka od privatizacije, kar pa zaradi zaostankov v privatizacijskih projektih ne bo mogoče uresničiti.

3.3. PROCES PRIVATIZACIJE V UKRAJINI

Proces privatizacije se je v Ukrajini začel leta 1992, ko so bili ustanovljeni državni organi za privatizacijo. Sklad državnega premoženja Ukrajine (SDPU) je glavni organ privatizacije in ima svoje predstavnike v vseh večjih mestih države. Glavna naloga SDPU je bila organizacija in oblikovanje državnih podjetij v skladu z zakoni v Ukrajini, opredelitev vrstnega reda spreminjanja oblike državnega premoženja in nadzor nad učinkovitim izkoriščanjem dražb.

Mehanizmi privatizacije so sledeči (Informacijski bilten o privatizaciji, 1998 – 1999):

- Privatizacija s pomočjo certifikatov (končana je bila 1.3.1999);
- Privatizacija za denarna sredstva;
- Mala privatizacija, ki pomeni privatizacijo le osnovnih sredstev in drobnega inventarja medtem ko lahko družbe najamejo stavbe za dobo od 10 do 20 let (to so v glavnem trgovska in storitvena podjetja);
- Velika privatizacija (privatizacija večjih oz. velikih podjetij);
- Privatizacija v kmetijstvu.

Glede na to kakšna metoda privatizacije se uporablja, govorimo o treh krogih procesa privatizacije (Poročilo SDPU, 1997, str. 4-7):

1. Prvi krog – masovna privatizacija, ki je trajala od leta 1992 do sredine 1997 leta;
2. Drugi krog- individualna privatizacija, ki je povezana z zaključkom masovne in še ni zaključena;
3. Tretji krog – postopen zaključek individualne privatizacije.

Ne glede na vse pomanjkljivosti male privatizacije, kot na primer pomanjkanje pravih lastnikov v podjetjih z velikim številom razdrobljenih delnic, je glavni cilj prvega kroga dosežen in mala privatizacija je skoraj končana. Prodano je 90 % malih podjetij, aktivno poteka proces razdržavljanja večjih in srednje velikih podjetij.

V Ukrajini obstajata dva programa privatizacije: predsedniški program in program, ki ga je sprejela vlada. To je seveda vzrok za številne težave, ki se pojavljajo v procesu privatizacije. Eden od možnih izhodov iz nastale situacije je, da se z upoštevanjem mnenj strokovnjakov spremeni dosedanja zakon. Tako bi Ukrajina dobila le en dokument namesto dveh. Za zdaj Sklad državnega premoženja Ukrajine upošteva program, ki ga je podpisal Leonid Kučma, predsednik države (Gregorn, 1999, str. 7).

Glavni vzrok za težave, s katerimi se srečuje država v procesu privatizacije, je seveda preveliko vmešavanje politike. Za privatizacijo v Ukrajini je značilno, da poteka zelo počasi, država pa želi čim dlje obdržati kontrolne deleže v strateških podjetjih. Zanimanje tujih vlagateljev je majhno, ker država za manjšinske deleže v visoko zadolženih podjetjih postavlja previsoke cene, privatizacijski postopki niso transparentni, ukrajinski partnerji pa se pogosto ne držijo določil sklenjenih pogodb. Med pomembnejšimi privatizacijskimi projekti ostaja privatizacija nacionalnega operaterja fiksne telefonije Ukrtelekom ter privatizacija energetskega sektorja, ki je bila lani zaustavljena zaradi nepravilnosti pri privatizaciji nekaterih podjetij.

4. DENARNI TRG IN MONETARNA POLITIKA

Vodenje monetarne politike je naloga centralne banke. Centralna banka vodi monetarno politiko v podporo narodno gospodarskim ciljem: gospodarska rast, stabilnost cen, uravnotežena plačilna bilanca in polna zaposlenost. Monetarna politika je opredeljena s ciljem doseči določeno raven ponudbe denarja in ustrezno raven obrestnih mer. Za doseganje tega cilja uporablja celo vrsto instrumentov in ukrepov:

- Intervencije na odprtem trgu; kupuje in prodaja instrumente denarnega trga (praviloma zakladne papirje);
- Spreminja diskontno obrestno mero, po kateri se poslovne banke zadolžujejo pri njej;
- Prodaja in kupuje devize z domačo valuto, za uravnavanje deviznega tečaja;
- Skrbi za likvidnost poslovnih bank, tako da spreminja višino obveznih rezerv.

Najpomembnejša instrumentna, ki ju uporablja centralna banka za uravnavanje denarnega obtoka sta reeskontna politika ter politika odprtega trga.

Reeskontna politika je politika refinanciranja poslovnih bank z uporabo lombardnih ter drugih likvidnostnih posojil. Pomembna je tudi politika obrestnih mer; določanje in spreminjanje eskontne stopnje in lombardne obrestne mere.

Med operacije na odprtem trgu štejemo REPO posle, s pomočjo katerih skrbimo za uravnavanje količine denarja v obtoku in nivoja obrestnih mer. Intervencije na odprtem trgu so pomembna za razvoj sekundarnega denarnega trga, ki ponavadi označuje stopnjo razvitosti celotnega denarnega trga.

4.1 DENARNI TRG IN VODENJE MONETARNE POLITIKE NA MADŽARSKEM

Madžarski denarni trg zaradi krepitve finančnih mednarodnih ustanov doživel hiter razvoj v zadnjih letih. Madžarska je zelo odprta država, vanjo se investira največ tujega kapitala, v takih pogojih tudi hitreje razvijajo novi finančni proizvodi in tudi oblike trgovanja.

Medbančni denarni trg je temeljni element v madžarskem finančnem sistemu, kljub temu ima kratko zgodovino: od leta 1980 do 1992 je veljal dvostopinjski bančni sistem, dejavnosti centralne banke ter poslovnih bank so bile ločene. Leta 1992 pa se je prvič pojavil medbančni denarni trg, kar lahko pojasnimo z razvojem finančnega trga v smeri tržne ekonomije in tudi s tem, da obstoj medbančnega denarnega trga zahteva relativno stabilno ekonomijo. Tako sta nastala dva trga:

- *Mednarodni valutni trg*, ki temelji na svobodni regulaciji deviznega tečaja ter prikazuje realno vrednost domače valute na mednarodnem valutnem trgu. Leta 1995, ko je začel veljati režim prostega drsečega tečaja, je bila centralna banka zaradi nujnosti zmanjšanja deprecijaciji forinta, ki jo je povzročila ruska kriza, prisiljena posegati na valutni trg.
- *Domači valutni trg* pa je postal medbančni denarni trg. Udeleženci na tem trgu so banke, ki si medsebojno sposojajo na trgu, da bi rešile začasne probleme s likvidnostjo brez pomoči centralne banke. Centralna banka lahko vpliva na tržno obrestno mero preko tako imenovanega »obrestnega koridorja«. Junija 2001 se je vrednost tega »koridorja« gibal med 13.25 - 9.25 % (aktivna ter pasivna obrestna mera za repo posojila preko noči). Lahko zasledimo trend zmanjševanja obrestnih mer na Madžarskem (glej Priloga, tabela 1); tako se je leta 1999 vrednost »obrestnega koridorja« gibal med 16.25 – 12.25 %) (Financial Environment in Hungary, 2001, str. 9), kar pomeni približevanje enemu izmed kriterijev priključitve k EU.

Nacionalna Banka Madžarske (NBM) je neodvisna institucija, ki v okviru vodenja monetarne politike sodeluje pri razvoju finančnih trgov, izvaja nadzor nad kreditnimi finančnimi institucijami, skrbi za splošno likvidnost plačevanja v državi in tujini, njen glavni cilj je stabilnost nacionalne valute.

Instrumenti, ki jih uporablja centralna banka za vodenje monetarne politike so; obrestne mere, likvidnostne rezerve, operacije na odprtem trgu, REPO posli in t.d.

Centralna banka lani ni sprostila monetarne politike, kot je nameravala. Oktobra je uradno opustila protiinflacijsko politiko in jo zamenjala s politiko načrtovanja stopnje inflacije. Tudi tečaj forinta je postal uradno prosto drseč, neuradno pa centralna banka poskuša preprečiti nenadne ali občutnejše padce vrednosti valute. Pričakuje se, da bo forint v letošnjem in naslednjem letu, tako kot evro, appreciiral v primerjavi z dolarjem.

V lanskem letu se je stopnja inflacije zaradi nižjih cen goriva in hrane zniževala in je konec leta znašala 7,2 % (priloga, Tabela št. 1). V letošnjem letu bo na rast cen vplivala ekspanzivna davčna politika, gibanje tečaja forinta in liberalizacija cen v okviru priprav na članstvo v EU. Stopnja inflacije bo konec leta po ocenah za malenkost višja od lanske, v naslednjem letu pa naj bi se znižala na 5,2 %.

NBM kontrolira in regulira devizni tečaj. Od leta 1996 lahko označimo regulacijo deviznega tečaja kot restriktivno. Proces liberalizacije na valutnem trgu je zelo napredoval. Forint je postal konvertibilen po IMF standardih leta 1996 ter popolno konvertibilen maja 2001.

4.2 DENARNI TRG IN VODENJE MONETARNE POLITIKE NA POLJSKEM

Za poljski denarni trg je tako kot za druge tranzicijske države značilno, da je še vedno v začetni fazi razvoja. Pomembna je varnost, likvidnost in donosnost instrumentov denarnega trgovanja. Udeleženci denarnega trga, če jih razvrstimo po pomembnosti obsega transakcij, so centralna banka, poslovne banke, velike finančne in nefinančne korporacije, finančni posredniki.

Narodna banka Poljske (NBP) poskuša prilagoditi svoje monetarne instrumente sistemu, ki ga ima Evropska Centralna Banka (ECB). Taka modifikacija bo povečala učinkovitost finančnega trga, kar bo pozitivno vplivalo na poljsko ekonomijo v tranzicijskem obdobju.

Instrumenti monetarne politike, ki jih uporablja NB so naslednji:

- *Obrestna mera.* Referenčna in lombardna obrestna mera sta dva najpomembnejša instrumenta, ki definirata smer monetarne politike in vplivata na raven drugih obrestnih mer;
- *Operacije na odprtem trgu.* Operacije na odprtem trgu so primarni instrumenti, ki pomagajo centralni banki vzdrževati obrestne mere na denarnem trgu na željeni ravni in regulirati likvidnost poslovnih bank preko obrestnih mer za likvidnostna posojila. Obstajajo tri vrste operacij na odprtem trgu;

- Temeljne operacije pomenijo izdajo blagajniških zapisov NBP z rokom dospelosti 28 dni. Referenčna obrestna mera predstavlja minimalno obrestno mero na odprtem trgu temeljnih operacij ter določa ponudbo obrestne mere za medbančne depozite z določenim rokom dospelja;
- Kratkoročne obratne operacije pomenijo izdajo vrednostnih papirjev z življenjsko dobo krajšo od 28 dni. Za obrestno mero na tem trgu pride v poštev referenčna obrestna mera;
- Strukturne operacije odprtega trga pomenijo trgovanje s dolgoročnimi državnimi papirji. Namen tega je določanje dolgoročne obrestne mere na odprtem trgu.. NBP v primeru presežka likvidnosti ne izključuje možnosti izdaje svojih dolgoročnih vrednostnih papirjev;
- *Obvezne rezerve.* S pomočjo tega instrumenta NBP uravnava splošno likvidnost bank;
- *Kreditne operacije.* K kreditnim operacijam štejemo likvidnostna, kratkoročna ter lombardna posojila NBP.

Osnovna oblika medbančnega denarnega delovanja so likvidnostna posojila in medbančni depoziti. Depoziti so likvidnostna posojila z rokom vračila, daljšim od 31 dni. Medbančni trg likvidnostnih posojil je zelo velikega pomena pri tekočem uravnavanju likvidnosti bank. Gre za izjemno fleksibilen trg, ki prvenstveno služi pokrivanju dnevnih likvidnostnih težav poslovnih bank. Posebnost tega trga je v tem, da za njegovo podlago služi dogovor. Posli med bankami se sklepajo telefonsko, potrditve o sklenitvi posla se pošiljajo po telefaksu. Za ustrežnejši razvoj trgovanja bi bila potrebna uvedba nove oblike informacijsko-komunikacijskega sistema.

Trg kratkoročnih vrednostnih papirjev predstavljajo blagajniški zapisi NBP z rokom dospelja 28 dni s katerimi centralna banka uravnava obtok denarja, blagajniške zapise, zakladne menice.

Osnova današnje monetarne politike se je začela na Poljskem z reform v bančnem sektorju leta 1990. Od leta 1998 se je izvedlo veliko reform v smeri decentralizacije administrativnega sektorja, javnih financ, pokojninskih skladov ter zdravstva.

Narodna Banka Poljske znižuje obrestne mere, obenem pa vodi restriktivno monetarno politiko, s čimer želi do konca leta 2003 znižati stopnjo inflacije na 4 %. Aprila lani je bil uveden prosto drseči tečaj domače valute zlot, da bi se izpostavil ravnovesni tečaj pred pričakovano vključitvijo Poljske v EU. V začetku letošnjega leta je zlot močno apreciral in je bil konec junija nasproti evru za 23 %

(CMSR, 2002) več vreden kot leto prej, kar je začelo ogrozati konkurenčnost poljskega izvoza. Sredi leta pa je zlot zaradi negotovosti, ki jo je sprožila argentinska finančna kriza in zaradi izjav opozicije, da se tudi Poljska nahaja na robu finančnega zloma, močno padel. Kasneje se je sicer opomogel, vendar njegov tečaj obstaja odvisen od stanja javnih financ in prilivov tujega kapitala.

Glavni cilj NBP je zagotavljanje stabilnosti domače valute. Glavna naloga pa je zmanjševanje inflacije. Na razpolago sta dve možni strategiji za doseganje tega cilja in sicer; posredna ter neposredna protiinflacijska strategija.

Posredna protiinflacijska strategija pomeni vplivanje na stopnjo inflacije preko posrednih faktorjev. Obstajata dve metodi posredne strategije; prva temelji na ohranjanju fiksne menjalnega razmerja domače valute z valuto tuje države z nizko stopnjo inflacije; druga metoda pomeni vplivanje na stopnjo inflacije preko uravnavanja ponudbe denarja v obtoku.

Neposredna protiinflacijska strategija pomeni direktno vplivanje na faktorje zmanjševanja inflacije. Argumente za izbiro neposredne strategije:

- Jasno ter lahko razumljiva definicija cilja monetarne politike;
- Strategija je usmerjena na kratkoročne finančne inštrumente, kar omogoča zaupanje in verodostojnost politike ter njeno učinkovitost;
- Fleksibilnost inštrumentov omogoča domačim spremenljivkam izogniti se negativnim zunanjim vplivom;
- Za razliko od posredne strategije, ki temelji na uravnavanju količine denarja v obtoku, neposredna strategija omogoča spreminjanje denarne mase s pomočjo fleksibilnosti njenih inštrumentov;
- V pogojih zaupanja centralni banki je mogoče do minimuma znižati socialne stroški pričakovanja inflacije.

Centralna banka se je na podlagi navedenih argumentov odločila za neposredno protiinflacijsko strategijo v obdobju integracije poljskega gospodarstva v EMU.

Stopnja inflacije se je v letošnjem letu močno znižala in je bila junija najnižja po padcu komunističnega režima. Ocenjuje se, da bo v celem letu znašala 6 % (priloga, Tabela št.1). Znižanje je posledica šibkega domačega povpraševanja, nižjih svetovnih cen nafte in apreciacije zlota. Monetarna politika v letu 2002 bo temeljila na neposredni strategiji zniževanja inflacije z režimom drsečega deviznega tečaja.

4.3 DENARNI TRG IN VODENJE MONETARNE POLITIKE V UKRAJINI

Denarni trg Ukrajine je slabo razvit. Pomanjkanje finančnih instrumentov na denarnem trgu povzroča zmanjšanje števila transakcij na medbančnem trgu tako kot med poslovnimi bankami in centralno banko. Narodna Banka Ukrajine (NBU) je začela izdajati svoja kratkoročna vrednostna papirja, da bi izboljšala položaj na trgu.

Instrumenti, ki jih NBU uporablja za doseganje ciljev monetarne politike so naslednji:

- Obvezne rezerve za povečanje likvidnosti bank;
- Ključna obrestna mera NBU za medbančna posojila, (mora ostati pozitivna na ravni inflacije);
- Blagajniški zapisi NBU, ki vplivajo na kreditni potencial bank in na denarni obtok v državi;
- Operacije na odprtem trgu;
- Operacije na medbančnem trgu;
- Lombardni krediti.

Blagajniški zapis NBU je specifični denarni instrument, ki ga uporablja centralna banka za operativno regulacijo obsega denarja v obtoku. Septembra 1995 leta, ko je bil organiziran trg državnih vrednostnih papirjev, je NBU za stimulacijo tega trga izvedla refinanciranje poslovnih bank tako, da je izdajala poslovnim bankam lombardne kredite pod garancijo državnih vrednostnih papirjev. Na ta način je centralna banka v obdobju 1997 – 1998 s ciljem zmanjševanja obsega denarja v obtoku, realizirala preko blagajniških zapisov vsoto 2.3 mia UAH (430 mio USD) (Kašenko, 2000, str. 17).

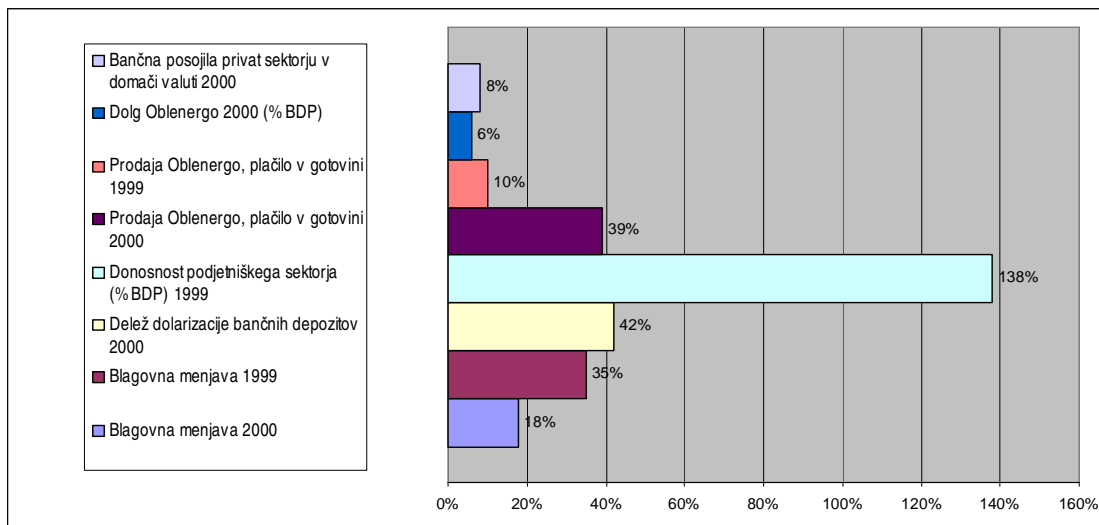
Slab razvoj finančnih instrumentov lahko pojasnimo z naslednjo situacijo na ukrajinskem finančnem trgu:

Ena izmed posebnosti ukrajinskega finančnega sistema je visoka raven *dolarizacij* ekonomije (previsok delež dolarskih vlog na depozitih v bankah). Po osamosvojitvi leta 1991 je NBU uvedla začasno denarno valuto – kupone, značilno za to obdobje so bili: hiperinflacija, škandali z vlogami v bankah in pokojninskih skladih. Vsi ti dogodki so povzročili nezaupanje v nacionalno valuto. Raven dolarizaciji se je spreminjala; največjo vrednost 31,75 % je dosegla leta 1994 pred denarno reformo, najnižjo vrednost 13,32 % je imela leta 1997. Zmanjšanje ravni dolarizacije lahko razložimo s povečanjem zaupanja v novo nacionalno valuto – hrivno. Ampak svetovna kriza je leta 1998 spet povečala raven dolarizaciji na 21,25 %, in leta 1999 na 25,1% (Epifanov, 2001, str. 13).

Druga posebnost finančnega trga Ukrajine je visok delež *blagovnih menjav* v načinu plačevanja med ekonomskimi subjekti. Blagovne menjave imajo dolgo zgodovino v Sovjetski zvezi. Leta 1992, po osamosvojitvi, je blagovna menjava v ukrajinski industriji dosegala le 6 % od celotne prodaje v industriji. Šest let kasneje leta 1998 pa je ta odstotek zrasel do neverjetnih 43 %, kar je sestavljalo 30 % vrednosti BDP. Danes se v Ukrajini uporabljajo "alternativni" načini plačevanja. Tako je bilo leta 1999 samo 35 % prodanih industrijskih proizvodov plačano v gotovini. Približno isti odstotek so bile blagovne menjave, ostalih 30 % transakcij pa so sestavljala plačila z menicami ("veksel" nemško/ruski izraz za vrednostne papirje – vrsta komercialnega kredita, izdajatelji so lahko podjetja, banke ali država) ali kompenzacija.

Menica je še bolj poglobila krizo fenomena blagovne menjave v Ukrajini. Zgodnja blagovna menjava se je pojavila, kot razmerje med dvema tržnima udeležencema; kreditorja – upnika z ene strani (davčni urad, delavci, ter podjetja) ter dolžnika (večinoma so bile podjetja v stiski ter državne agencije) z druge. V primeru neplačevanja dolgov so upniki sami začeli pomagati svojim dolžnikom prodajati njihove proizvode. Tako so dolžniki plačevali svojim dobaviteljem s terjatvami do njih samih (menicami), s katerimi so dobavitelj lahko odkupili najbolj povpraševane proizvode dolžnika (kot naprimer plin ali elektrika). Druga uporabnost menice je bila možnost poravnave davčnih dolgov. Menice so lahko preprodajali na sekundarnem trgu, pri tem so izgubljale na vrednosti. Tako so se ustvarili barter-menice verige. Take verige so lahko pripeljali menico v roke svojega prvotnega izdajatelja, kot plačilo za njegove neprodane proizvode.

Slika 1: Prikaz nekaterih kazalcev ukrajinskega gospodarstva v letu 2000



Vir: [http://inweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachments/Agenda/\\$File/Ukr2.pdf](http://inweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachments/Agenda/$File/Ukr2.pdf)

Danes lahko menice izdaja državna zakladnica, večina lokalnih oblasti, banke ter privatna podjetja. Zaradi prej omenjenih razlogov to ni zelo priljubljen način plačila.

Raziskave kažejo, da je uporaba finančnih storitev na ukrajinskem finančnem trgu slabo razvita. V zadnjih dveh letih se je situacija na področju uporabe finančnih instrumentov neznatno izboljšala. Tako plačila v gotovini so zrasli januarja leta 2000 na 48.2 % in januarja 2001 na 64 %. Ampak to izboljšanje je bilo doseženo na račun drugih "alternativnih" načinov plačila in tako je problem blagovne menjave v ukrajinskem gospodarstvu ostal nerešen. Vzrok, zakaj je barter tako popularen, lahko najdemo v prikrivanju davkov (ni denarnega toka – ni dobička).

Nacionalna Banka Ukrajine izvaja funkcije centralne banke; vodi državno monetarno politiko, glavni cilj katere je stabilnost nacionalne valute. Za doseganje tega cilja je potrebna stabilnost notranjih cen, ravnotežje na denarno - kreditnem trgu in učinkovito funkcioniranje bančnega sektorja.

Proces prestrukturiranja državnih obveznic leta 1998 in mini bančna kriza leta 1995 so povzročili atmosfero nezaupanja ter previdnost udeležencev denarnega trga. Državni dolg je zelo pomemben v finančnem sistemu vsake razvite države, zato je vloga državnih vrednostnih papirjev neprecenljiva. Državne obveznice v normalnih pogojih veljajo za najbolj varne finančne naložbe in jih štejemo za del bančnega kapitala. Tudi za pokojninski sklad je priporočljivo imeti v svojem

portfoliu državne vrednostne papirje. Centralna banka uporablja državne obveznice za intervencije na odprtem trgu, da bi vplivala na obrestne mere. Najpomembnejša naloga fiskalne in monetarne politike Ukrajine je doseganje zaupanja v državne vrednostne papirje.

NBU je razvila v letu 2001 novo monetarno politiko, s pomočjo katere bi rada zmanjšala število blagovnih menjav med ekonomskimi subjekti ter zmanjšala raven dolarizaciji Ukrajinske ekonomije, poudarek je tudi na povečanju likvidnostne sposobnosti poslovnih bank

Centralna banka je lani z večjimi nakupi deviz in zniževanjem obrestnih mer omogočila večje kreditiranje javnega sektorja, s čimer je spodbudila naložbeno dejavnost in posredno visoko rast BDP. Obenem je vzdrževala stabilen tečaj valute, ki je lani realno aprecirala za nekaj več kot 10 % (CMRS, 2002). Zaradi tega se je zmanjšala konkurenčnost ukrajinskih izvoznikov na tujih trgih. Po ocenah bo tečaj valute zaradi visokih deviznih prilivov in deviznih omejitev ostal stabilen tudi letos.

Potem ko je konec leta 2000 stopnja inflacije znašala skoraj 26 %, se je lani zaradi skromnih dvigov nadzorovanih cen, nižjih cen goriva, počasnejše rasti denarne mase in nominalne stabilnosti valute znižala za 6 %. V letošnjem in naslednjem letu se bo zaradi liberalizacije cen in ohlapne monetarne politike nekoliko zvišala in se bo gibala okrog 10 % (priloga, Tabela št. 1).

5 BANČNI SEKTOR

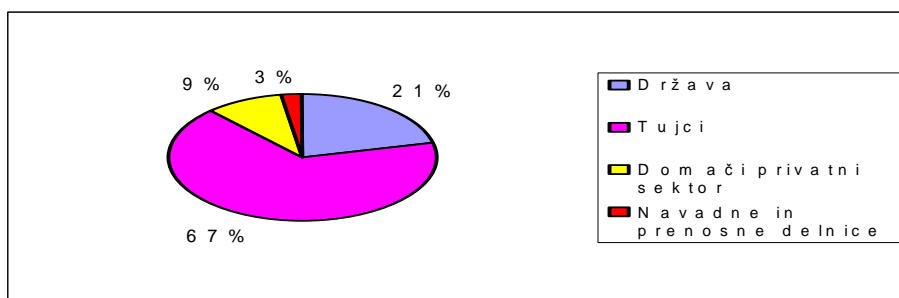
Razvoj dvostopenjskega bančnega sistema je bil predpogoj za tranzicijske države, ko so začele graditi finančni sistem bank in drugih finančnih institucij po principu tržne ekonomije. Na začetku prestrukturiranja bančnega sektorja je bil dostop do bančnih licenc enostaven, kar so izkoristili tuji investitorji, ki v nekaterih državah še danes igrajo dominantno vlogo na trgu kapitala. Velik problem bančnega sektorja nekaterih držav centralne in vzhodne Evrope so bili slabi krediti. Situacijo je še bolj poslabšal val novih kreditov. Nekatere banke so bile ustanovljene samo zato, da bi izdajale kredite svojim lastnim delničarjem, katerih zadnja skrb je bila odplačevanje dolgov.

Zgodnja privatizacija je dala možnost tujim investitorjem prevzeti lastništvo nad velikim deležem državnih bank. Njihova politika je spodbujala k povečanju konkurenčnosti med podjetji v industriji ter diverzifikacijo in razvoj bančnih storitev.

5.1 RAZVOJ BANČNEGA SEKTORJA NA MADŽARSKEM

Madžarski bančni sistem lahko označimo kot učinkovit in stabilen. Vpliv države na bančni sistem je neznatilen, delež državne lasti pa je padel na 20 %. Blagostanje večine poslovnih bank lahko pripišemo polnemu privatnemu lastništvu. Pomembno vlogo v procesu privatizacije bančnega sektorja so igrali tuji investitorji, ki imajo danes v lasti več kot 65 % bančnega kapitala. Večinoma so to evropske ter ameriške banke. Minimalni osnovni kapital bank je 2 mia HUF (7 mio USD).

Slika 2: Struktura lastništva bančnega sektorja



Vir: Financial Environment in Hungary, 2001, str. 12.

Hitra rast madžarskega gospodarstva je spodbudila razvoj bančnega sektorja. Značilne spremembe so se odvijale na madžarskem bančnem trgu v smeri liberalizacije, trgi so postali bolj pripravljeni na vstop v EU. Za relativno kratko obdobje so se ustanovile zelo solidne kapitalsko močne finančne institucije, ki so konkurenčne nekaterim evropskim. Ena izmed takih institucij je K&K Banka, ki je v lasti KBC Belgijske grupe, ABN Amro Magyar Bank, v lasti Nemške ABN Amro. Obe skupaj predstavljata dve kapitalsko najmočnejši poslovni banki na Madžarskem.

V bančnem sektorju je še veliko potenciala za razvoj bank, ne glede na to so se domače banke že začele širiti v tujino, kar postaja značilno ne samo za bančni sektor, ampak tudi za večja madžarska podjetja, ki so začela razvijati svoja poslovanja v tujini.

Regulacijo finančnega sistema izvaja madžarska finančna nadzorna komisija, ki je bila ustanovljena leta 1999 in je odgovorna za delovanje denarnega trga, trga kapitala, zavarovalnih storitev ter pokojninskih skladov.

5.2 RAZVOJ POLJSKEGA BANČNEGA SEKTORJA

Poljski bančni sektor je od leta 1989 do danes preživel velike spremembe. Nacionalna Banka Poljske (NBP) je opustila svoje komercialne aktivnosti ter postala centralna banka. Operacije na poljskem bančnem sektorju regulira NBP na podlagi Zakona o bančništvu od 29 avgusta 1997. Nekatere regulacije na poljskem bančnem sektorju kot na primer izdajanje licenc, preprečevanje pranja denarja so primerljive z EU standardi.

Poslovne banke na Poljskem operirajo kot institucije z več cilji; nudijo več vrst vlog na depozite, imajo široko izbiro komercialnih ter personalnih bančnih storitev. Veliko bank posreduje na kapitalskem trgu preko svojih lastnih borznih hiš. Nekatere banke se ukvarjajo z investicijskimi bančnimi aktivnostmi kot zavarovanje, izdaja obveznic in delnic ali nudijo storitve-svetovanje.

Tabela 1: Struktura lastništva poslovnih bank in njihov delež v bilančni vsoti v letu 2001

| | Število | % delež |
|--|----------------|----------------|
| Banke v lasti Državne Zakladnice | 7 | 22,9 |
| - posredno | 3 | 21.1 |
| - neposredno | 4 | 1.8 |
| Banke v lasti privatnega sektorja | 67 | 72.9 |
| - z večjim deležem domačega kapitala | 20 | 3.3 |
| - z večjim deležem tujega kapitala | 47 | 69.7 |

Vir: UNIDO ITPO Warsaw 2001, str. 35.

Večina bank na Poljskem se nahaja v lasti privatnega sektorja in sicer prevladuje število bank z večjim deležem tujega kapitala, ki sestavljajo 69,7 % vseh bank. Država kontrolira okoli 22 % vsega bančnega sektorja; posredno 21,1 %, neposredno samo 1,8 %.

Konkurenčnost poljskega bančnega sektorja se je značilno izboljšala v zadnjih letih, kar je posledica združevanja poslovnih bank s ciljem povečanja konkurenčnosti pred tujimi bankami. Tako sta leta 1999 nastali dve največji spojitvi; Pekao S.A., ki je prevzel tri odvisne banke in Pierwszy Bank, ki je prevzel Kreditno banko. Proces konsolidacije na poljskem bančnem trgu se nadaljuje.

5.3 RAZVOJ UKRAJINSKEGA BANČNEGA SEKTORJA

Bančni sektor v Ukrajini se je začel razvijati leta 1991, ko je bil sprejet Zakon o bančništvu. Ukrajinski bančni sistem je dvostopenjski, vključuje Nacionalno Banko Ukrajine (NBU) in poslovne banke različnih oblik lastninjenja. V to skupino vključujemo tudi eksportno-importno banko in specializirano Oschadno banko Ukrajine.

Na 1 junija 2001 je v Ukrajini registrirano 194 poslovnih bank, pri tem 31 bank z deležem tujega kapitala (7 bank s 100 % deležem tujega kapitala). Praktično deluje 154 bank z osnovnim kapitalom nad 4.028 mia UAH (752 mia USD).

Tabela 2: Struktura bančnega sektorja v Ukrajini (april 2001)

| | Število bank |
|---|---------------------|
| Registrirane banke | 194 |
| Banke z deležem tujega kapitala | 31 |
| Banke, ki imajo licenco za FOREX operacije | 150 |
| Likvidirane banke v obdobju 1991-1999 | 76 |
| Banke, ki so v likvidacijskem postopku | 376 |
| Banke s kapitalom več kot 17,889 mio USD | 47 |
| Banke s 100% tujim kapitalom | 7 |

Vir: [http://inweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachment/Agenda/\\$File/Ukr2.pdf](http://inweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachment/Agenda/$File/Ukr2.pdf)

Dejavnost poslovnih bank obsega: sprejemanje depozitnih vlog podjetniškega sektorja in fizičnih oseb, nedepozitno poslovanje, kreditiranje gospodarskih subjektov, operacije na trgu kapitala, oblikovanje rezerv, izvajanje valutnih in drugih bančnih operacij. Januarja leta 1998 je bančni sistem Ukrajine začel poslovati po mednarodnih standardih računovodstva ter statistike.

Večina delujočih bank so relativno majhne, veliko je takih, ki so neučinkovite ter imajo previsoke stroške poslovanja. Po velikosti poslovanja lahko razvrstimo banke v 7 skupin:

- A. Pet največjih bank v državni lasti (Banka Ukrajina, Saving Banka, Ukrsotsbanka, Prominvestbanka, Ukreximbanka). Ne glede na visoke tehnične tuje investicije ter rehabilitacijske programe, lahko dejavnost teh bank označimo kot neučinkovito, preveč odvisno od države, značilno za to skupino so previsoki stroški poslovanja.
- B. Privatne banke s sredstvi nad 100 mio UAH (18,7 mio USD). Ta skupina bank šteje približno 30 bank, med njimi so najbolj uspešne ter dobro organizirane banke z mednarodnim informacijskim sistemom, strokovnim osebjem (Privatbanka, Prva Ukrajinska Mednarodna banka, Avalbanka).
- C. Manjše tuje banke, ki poslujejo večinoma z močnimi lokalnimi podjetji (v metalurgiji in kemični proizvodnji).
- D. Banke s tujim kapitalom, ki poslujejo izključno s predstavništvu svoje multinacionalne klientele v Ukrajini.
- E. Privatne banke s sredstvi med 20 – 100 mio UAH (3,7 – 18,7 mio USD).
- F. Banke s sredstvi pod 20 mio UAH (3.6 mio USD). To so banke z omejenim številom strank, ki se pogosto soočajo z likvidnostnimi težavami. Nekatere banke ne ustrezajo določeni NBU stopnje kapitalizacije. Prihodnost takih bank je zelo negotova.

Banke, ki so v likvidacijskem ali rehabilitacijskem postopku, se nahajajo pod kontrolo oddelka za resolucijo bank NBU. Dve največji banki Ukrajine Banka Ukrajina ter Oschadna Banka sta kronično de-kapitalizirana. Večina podjetij ter prebivalstva ne zaupa bančnim institucijam in imajo raje svoje prihranke doma v gotovini ali v tujih bankah. Skoraj 90 % vseh podjetij, ki imajo likvidnostne težave, se raje financira z zadrževanjem izplačila plač, namesto da bi si najeli srednjeročno ali dolgoročno bančno posojilo. Kot je bilo že prej omenjeno, vloga bank v plačilnem sistemu je za dobro funkcioniranje tržnega gospodarstva nedopustna majhna.

Kapaciteta zmogljivosti bančnega sektorja ne zadostuje potrebam ekonomije. Centralna banka skupaj z vlado pripravlja nove ekonomske reforme za izboljšanje makroekonomske klime v gospodarstvu.

6. TRG KAPITALA

Vloga trga kapitala v razvoju finančnega sistema tržnega gospodarstva je zelo pomembna. Večina prometa na kapitalnem trgu držav centralne in vzhodne Evrope se odvija na sekundarnem trgu, kjer se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji.

6.1 POSEBNOSTI IN RAZVOJ MADŽARSKEGA TRGA KAPITALA

Glede na število udeležencev in obseg investicijskega kapitala, zavzemajo naložbe v vrednostne papirje z visokim kapitalnim tveganjem na Madžarskem zelo visok delež na trgu kapitala v primerjavi z drugimi državami centralne ter vzhodne Evrope. To lahko delno razložimo s privlačnostjo investicijskega okolja, ugodnega finančnega, zakonskega ter humanega ozadja.

Liberalizacija trga se je odvijala zelo intenzivno. Prej je nerezident lahko nastopal na trgu vrednostnih papirjev preko posrednika, danes pa to ni potrebno. Tuja podjetja lahko izdajajo svoje vrednostne papirje ter jih kotirajo na borzi, ko dobijo dovoljenje Komisije za trg vrednostnih papirjev. Mednarodni dogovor glasi, da Komisija lahko izda dovoljenje za emisijo vrednostnih papirjev tujemu podjetju, če ima ta pravico za emisijo v domači državi. Trgovanje z madžarskimi vrednostnimi papirji na tujih trgih kapitala je možno, če je podpisan mednarodni sporazum o vzajemni proviziji.

Proces privatizacije se je na Madžarskem izvajal zelo hitro. Skupna vsota tujih direktnih investicij je presegla 22 mia EURO (Investors booklets, 2001, str. 29). Že v poznih 1980 letih je bilo tveganje kapitala prisotno na trgu. Prva finančna institucija z naložbami visokega kapitalskega tveganja je bila ustanovljena 1989 leta, do konca 1990 leta se je to število neznatno povečalo.

Ker se je privatizacija začela odvijati v drugi polovici 1990, so tuje investitorje pritegnile tvegane kapitalske naložbe. Zanimanje za njih lahko pojasnimo še s tem, da so bile pričakovane stopnje donosa za tvegane investicije v Evropi okoli 25 %, na Madžarskem pa je bilo to razmerje med 30 – 35% (Investors Booklets, 2001, str. 29). Povprečna življenjska doba pa od 2 do 5 let.

Operacije z visoko tveganimi naložbami na trgu ureja poseben zakon, ki je bil izdan leta 1998 in loči tvegani kapital od solastništva in drugih borznih transakcij, partnerskih posojil ali finančnega leasinga. Minimalna vrednost naložbe tveganega kapitala znaša 500 mio HUF (1,7 mio USD), minimalna življenjska doba pa 6 let. Za podjetja, ki sprejmejo ta pravila velja 6 letna davčna oprostitev. Skladi tveganega kapitala imajo pravico posojati samo tistim podjetja, ki imajo vsaj 25 % lastninskega deleža sklada.

6.1.1 Primarni trg

Na primarnem trgu Komisija za kotacijo vrednostnih papirjev izdaja dovoljenja za emisijo vrednostnih papirjev. Poslovanje na trgu vrednostnih papirjev (izdajanje in trgovanje z njimi) je na Madžarskem urejeno z Zakonom o vrednostnih papirjih.

Večina vseh transakcij se odvija na Borzi Budimpešta. Delnice zajemajo večji delež v prometu, čeprav je delež obveznic dokaj visok v primerjavi z drugimi državami (priloga, Tabela št. 2). Tak pomen primarnega trga obveznic na Madžarskem je predvsem odraz dejstva, da država potrebuje večje zneske za financiranje svojega proračunskega deficita. Trgovanje z lastniškimi vrednostnimi papirji je organizirano v dveh borznih kotacijah: A in B. V kategoriji A tržna vrednost predstavljene serije mora biti vsaj 2 mia HUF (70 mio USD), pri B kategorije pa ne sme biti manjša od 100 mio HUF (3,5 mio USD) (Investors Booklets, 2001, str. 34).

Obveznice se kotirajo v odstotkih glede na osnovo za kotacijo. Ko gre za tuje vrednostne papirje je treba upoštevati prej omenjene pogoje. Tuji izdajatelji morajo biti v stalnem kontaktu s članom borze ali pa imeti svojega predstavnika na Madžarskem.

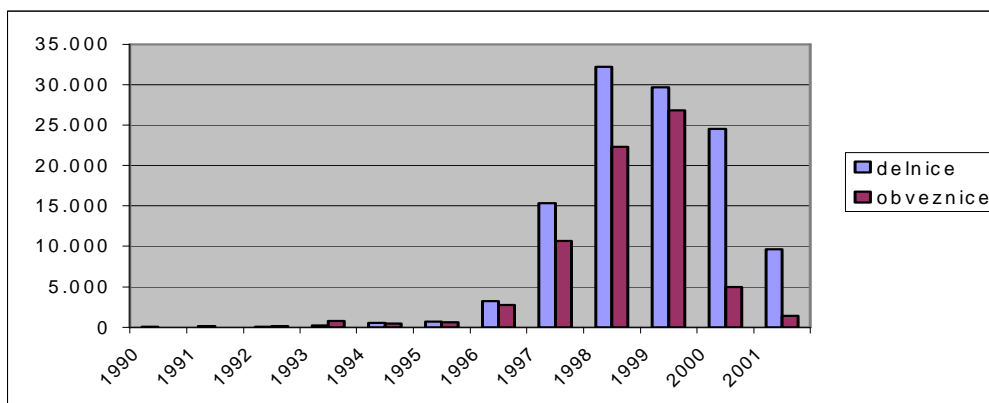
Na Borzi Budimpešta je registrirano 27 podjetij A kotacije ter 32 podjetij B kotacije. Kapitalizacija borze znaša 12,267 mia USD (tržna vrednost vrednostnih papirjev) (BSE, Report 2001).

6.1.2 Sekundarni trg

Začetek delovanja sekundarnega trga kapitala na Madžarskem predstavlja ustanovitev borze vrednostnih papirjev v Budimpešti leta 1990, ki je center madžarskega trga kapitala. Poslovanje borze temelji na sodobni elektronski tehnologiji.

Borza Budumpešta je samoregulacijsko telo, njeni člani so njeni lastniki. Decembra 2000 je bilo število članov 42 iz njih so; 6 članov borze, državna zakladnica ter 22 članov so banke. Struktura prometa po vrstah vrednostnih papirjev je zelo različna; borza opravlja promet z delnicami, obveznicami z fiksno obrestno mero (državnimi ter podjetniškimi) ter z izvedenimi finančnimi inštrumenti (opcijami ter terminskimi pogodbami).

Slika 3: Tržni promet delnic in obveznic v obdobju 1990 – 2001 (v mio USD)



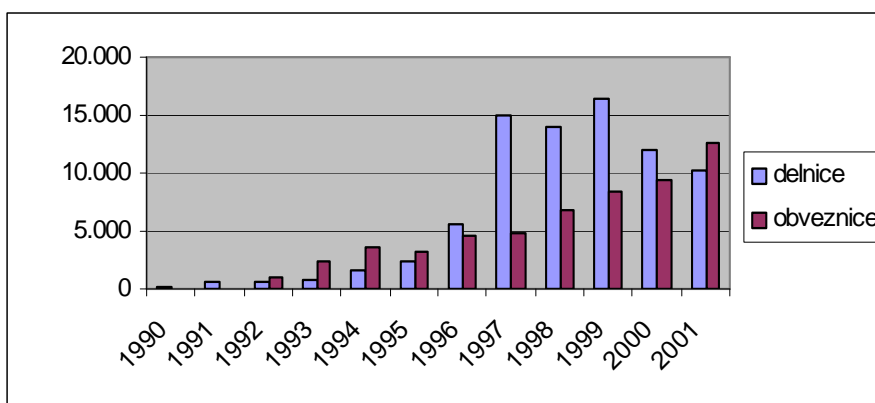
Vir: Tabela 2, lastni izračuni.

V preučevanem obdobju lahko zasledimo trend rasti tržnega prometa vse do leta 2000. Leta 2001, kot bomo opazili, tudi na drugih borzah sledi padec borznih aktivnosti. Delež delnic in obveznic v prometu niha, lahko pa trdimo, da delež delnic prevladuje. Tako je delež delnic od leta 1993 zrasel z 20 % na 87 % leta 2001. Delež obveznic pa pada s skoraj 80 % leta 1993 na 13 % leta 2001

(priloga, Tabela 2.). Tako rast deleža delnic lahko razložimo z izvajanjem v tem obdobju procesa privatizacije. Leta 1998 zasledimo največji delež delnic v prometu, takrat je bila uspešno zaključena druga faza privatizaciji na Madžarskem. Visoki delež obveznic na začetku obdobja kaže na povpraševanje po kapitalu oz. državnega sektorja, ki prevladuje na trgu obveznic, finančnega in nefinančnega domačega sektorja in sektorja tujine.

Tržna vrednost delnic in obveznic (kapitalizacija) se v preučevanem obdobju povečuje in je prikazana na Sliki 4.

Slika 4: Tržna vrednost obveznic in delnic v obdobju 1991 – 2001 (mio USD)



Vir: Tabela 3, lastni izračuni.

Lahko si ogledamo tudi relativne podatke – koeficient obračanja (tržni promet/tržna vrednost), ki razkriva učinkovitost kapitalskega trga. Na podlagi podatkov iz Tabele 3 v prilogi lahko sklepamo, da se koeficient obračanja delnic giblje po naraščajoči od leta 1992 vse do leta 2001, največjo vrednost pa doseže leta 1998 in sicer 2,3 %. Vrednost koeficienta pri obveznicah niha, tako največjo vrednost je dosegel leta 1998 – 3.26, najnižjo pa smo lahko zasledili lani – 0.11. Na podlagi teh podatkov lahko sklepamo, da je Borza Budimpešta vrh svoje aktivnosti dosegla leta 1998.

Trgovanje z vrednostnimi papirji se izvaja tudi na OTC trgu. Vrednostni papirji, s katerimi se trguje na tem trgu morajo biti registrirani na borzi. Banka ali broker s tržno avtoriteto lahko izvrši registracijo.

6.2 POSEBNOSTI IN RAZVOJ POLJSKEGA TRGA KAPITALA

Poljski trg kapitala je bil organiziran leta 1991. Njegova ustanovitev se je odvijala na podlagi izkušenj drugih držav in zlasti ZDA ter Francije. Glavne karakteristike tega trga so: strogo nadziranje, visoko postavljeni pogoji ter dematerialistične in elektronske smernice.

Zakonska sestava temelji na določenih standardih ameriškega zakona ter evropskih direktiv, kar zagotavlja podobnost v regulaciji trga kapitala z drugimi državami. Odbor za kotacijo vrednostnih papirjev Poljske regulira trg kapitala tako, da mu zagotavlja politično neodvisnost. To nalogo opravlja z izdajanjem licenc ter spodbuja aktivnosti udeležencev trga: izdajateljev vrednostnih papirjev, posrednikov, investicijskih skladov, portfolio managerjev, neodvisnih brokerjev, svetovalcev ter investitorjev. Glavna naloga odbora je nadziranje javne izdaje vrednostnih papirjev, zavarovanje in preprečevanje cenovnih manipulacij, nezakonitih izdaj, zavajajočih informacij itd.

6.2.1 Primarni trg

Novo izdaje vrednostnih papirjev se opravijo pod nadzorom odbora za kotacije vrednostnih papirjev Poljske. Izdajatelj je odgovoren za pripravo prospekta (v katerem navede informacijo o izdaji vrednostnega papirja ter namen izdaje). Udeleženci tega trga se financirajo preko trga kapitala z izdajo delnic ter jih ponudijo v javno prodajo. Izdaja delnic mora biti odobrena s strani odbora za nadziranje javne izdaje vrednostnih papirjev. Javne delniške družbe objavljajo na trgu vsako novo izdajo četudi je ta vnaprej namenjena določeni skupini investitorjev.

Na poljskem trgu kapitala lahko zasledimo trend dematerializacije, kar pomeni, da pri sklenitvi posla postaja nepotrebna fizična izročitev vrednostnega papirja, ampak je obvezna registracija sklenitve posla pri kateri koli pooblaščenih finančni instituciji (borzne hiše, banke, vzajemni skladi). Kot posledica dematerializacije trenda je postalo pomembno, da ima vsak investitor, preden se udeleži trgovanja na odprtem trgu, svoj investicijski račun (zavarovalniški in finančni račun) na borzi ali druge posredniške institucije. Ne glede na to, fizično trgovanje vrednostnimi papirji ni prepovedano.

Državna zakladnica vrednostnih papirjev je odgovorna za registracijo vrednostnih papirjev, ki so bili v javni izdaji, vodi depozitne vloge za upravičence, ki imajo svoje vrednostne papirji na teh računih, registrira depozitne račune za vse transakcije upravičencev ter nadzira izdajo, število vrednostnih papirjev v obtoku, izdaja depozitne certifikate, organizira transakcije ter transakcijske sporazume.

6.2.2 Sekundarni trg

Trgovanje na sekundarnem trgu se odvija na organiziranem trgu (preko borzno – posredniške hiše, brokerskih hiš) ali OTC trgu.

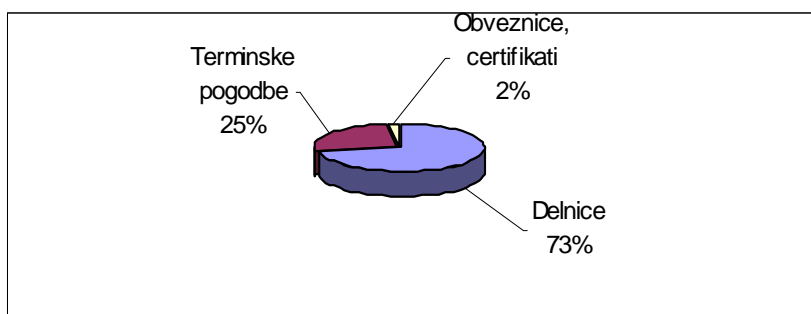
Prva borzna hiša v Varšavi je začela svoje poslovanje 12 maja 1812 leta. Pred II svetovno vojno je delovalo na Poljskem 9 borznih hiš. Največja Borza Varšava je zajemala 90 % vsega poslovanja. Leta 1989 je nova nekomunistična vlada začela razvijati trg kapitala. Posodobljena zakonska sestava je izšla marca 1991 in državna zakladnica je osnovala aprila 1991 leta Borzo Varšava kot delniško družbo. Istočasno se je ustanovila poljska agencija za trg vrednostnih papirjev. Njenega predsednika imenuje ministrski predsednik. Tako struktura kot sistem zakonske regulacije sta bila prevzeta po najbolj sodobnem modelu v svetu, po nekaterih njegovih sestavinah lahko primerjamo poljski trg kapitala s francoskim.

Borza Varšava je edina borza na Poljskem ter je samoregulacijsko telo. Opirajoč na Zakon o javnem trgovanju poljska agencija za trg vrednostnih papirjev določa pravila ter statut Borze Varšava. Borza je ne-profitna delniška družba njeni delničarji so lahko samo brokerske hiše, banke, investicijski fondi, zavarovalnice ter državna zakladnica. Visoki standardi v upravljanju ter delovanju na Borzi Varšava so bili priznane mednarodno skupnostjo in je leta 1994 borza postala članica Mednarodne Federacije Borz.

Novi Zakon o vrednostnih papirjih z dne 21 aprila 1997, ki je začel veljati 4 januarja 1998, pospešuje razvoj poljskega trga kapitala. Zakon je prinesel naslednje spremembe:

- uskladitev Zakona s OECD ter EU;
- vpeljava mehanizmov posojanja in izposojanja vrednostnih papirjev;
- določanje pravil zavarovanja izdaje.

Slika 5: Struktura trgovanja z vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti na Borzi Varšava, 2000

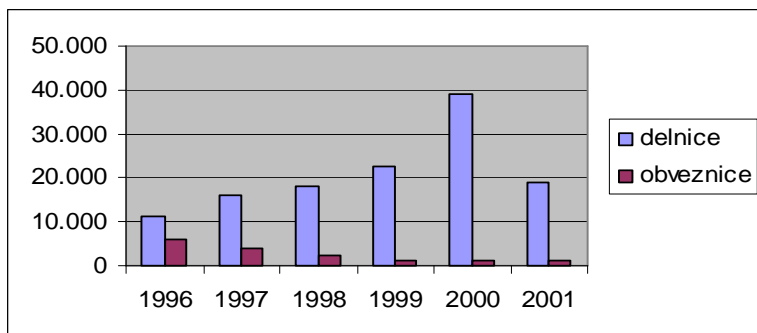


Vir: UNIDO, *How to do business in Poland*, 2001, str. 84.

Februarja 1998 leta je izšel novi Zakon o investicijskih skladih, kar je odprlo nove možnosti v razvoju mehanizma investicijskih institucij. Rezultat pokojninske reforme je bilo ustanavljanje pokojninskih skladov, kar je povečalo institucionalno investicijsko bazo. Ne glede na hiter razvoj poljski trg vrednostnih papirjev rabi več institucionalnih investicij. Danes na Poljskem že obratuje nekaj odprtih investicijskih fondov. Velik dosežek Borze Varšava, da je lahko privabila milijone Poljakov ter veliko tujih investitorjev k sodelovanju na trgu kapitala. To lahko delno pojasnimo z dolgoročnimi špekulacijami na trgu, glavni razlog pa je hitra ekonomska rast, politična stabilnost ter tržna efektivnost.

Na Borzi Varšava tako kot na madžarski in ukrajinski, delnice prevladujejo v tržnem prometu nad obveznicami. Na začetku obdobja leta 1996 jih vrednost obveznic v skupnem prometu največja in sicer 35 %, potem se je njihov delež zmanjševal in leta 2001 so obveznice sestavljale samo 6 % tržnega prometa. (priloga Tabela 4.).

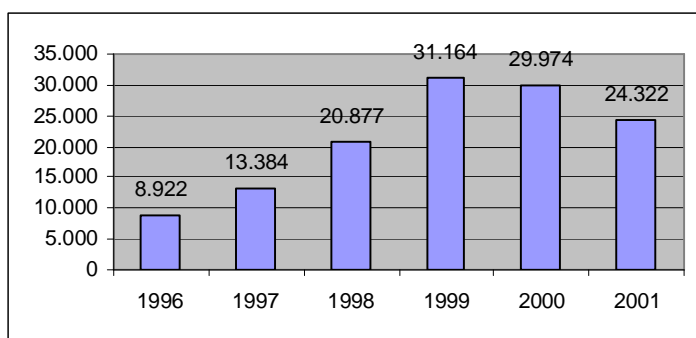
Slika 6: Tržni promet delnic in obveznic na Borze Varšava v obdobju 1996 – 2000 (v mio USD)



Vir: Tabela 4, lastni izračuni.

Tržna vrednost delnic v absolutnem številu je ena izmed največjih v tranzicijskih državah in je leta 2001 dosegla 24.322 mio USD (WSE,REPORT, 2001). Gibanje tržne kapitalizacije delnic na Borzi Varšava lahko ogledamo na Sliki 5.

Slika 7: Tržna vrednost delnic na Borze Varšava v obdobju 1996 – 2001 (v mio USD)



Vir: Tabela 5, lastni izračuni.

Tržna vrednost delnic se je naraščala do leta 1999 in je znašala 31.164 mio USD. Leta 2000 in 2001 je tržna vrednost delnic začela padati in sicer je leta 2001 znašala 24.322 mio USD.

Koeficient obračanja delnic je dokaj visok, kar kaže na dokaj dobro učinkovitost trga delnic. Delež obveznic je zanemarljiv in podatki za kapitalizacijo obveznic niso na razpolago. Podatki so preračunani v ameriške dolarje (USD) na podlagi povprečnih letnih tečajev valute glede na USD (The Europa World Year Book 2001, 2000, 1998).

Poleg trgovanja na organiziranem trgu poteka tudi trgovanje na OTC trgu (trgovanje preko okenc, brez posrednikov). OTC je bil ustanovljen po zahtevi Organizacije Brokerskih Hiš in ima 43 članov, ki so brokerske hiše. Delovanje OTC trga razen finančnega posredništva zajema tudi sodelovanje z državno agencijo za trg vrednostnih papirjev, razvijanje ter posredovanje pravil za boljše delovanje ter razvoj sekundarnega trga.

6.3 RAZVOJ IN POSEBNOSTI UKRAJINSKEGA TRGA KAPITALA

Ukrajinski trg kapitala se je razvijal v pogojih politične nestabilnosti in zakonske neurejenosti, kar se odraža v njegovi nerazvitosti v primerjavi z drugimi tranzicijskimi državami. Proces oblikovanja ukrajinskega trga kapitala lahko razvrstimo v tri faze:

Prva faza se je začela leta 1991 z Zakonom o vrednostnih papirjih in zakonom o delniških družbah in je trajala do leta 1994. Značilno za to obdobje je zelo počasni razvoj kapitalskega trga, kar lahko razložimo z odsotnostjo potrebne infrastrukture, zakonsko neurejenostjo ter začetkom privatizacije. Sekundarnega trga praktično ni bilo tako kot tudi oblik lastninjenja vrednostnih papirjev. Funkcija regulacije trga vrednostnih papirjev je bila razpršena in slabo določena med državnimi organi.

Druga faza je potekala med letom 1995 in 1999. Pospešitev procesa privatizacije in ureditev državnega sistema regulacije trga vrednostnih papirjev vplivali na intenzivnejšo rast trga kapitala v tem obdobju. Državna komisija za trg vrednostnih papirjev je bila ustanovljena leta 1995. Leta 1997 je bil izdan Zakon o državni regulaciji na trgu vrednostnih papirjev ter o posebnostih elektronskega poslovanja. Za glavni dosežek tega obdobja lahko štejemo oblikovanje zakonske regulacije, pravil registracije vrednostnih papirjev in informacijskega sistema.

Tretja faza se je začela leta 2000. Konec masovne privatizacije je pomenil novo fazo razvoja trga kapitala. Zaradi povečanja obsega investicijskih naložb v Ukrajino se je pojavilo resno vprašanje o zaščiti investitorjev. Nov Zakon predsednika Ukrajine Leonida Kučme o pospešitvi privatizaciji je vplival na napredek v razvoju sistema zaščite investitorjev. Za učinkovitost trga je važna neodvisnost od političnih, korupcijskih sil in »sive« ekonomije.

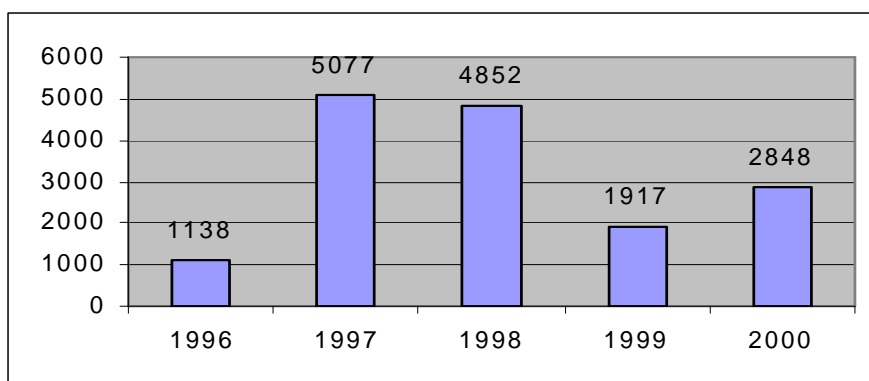
Za izboljšanje razvoja ukrajinskega trga kapitala je vlada razvila program strategije razvoja trga kapitala za obdobje 2001 – 2005, v katerem je poudarila pomembnost zakonske ureditve na kapitalskem trgu

6.3.1 Primarni trg

Izdaja vrednostnih papirjev na ukrajinskem trgu kapitala se izvaja preko borz in emisijskih hiš (Registrov). Registri za opravljanje svoje dejavnosti morajo pridobiti dovoljenje državne komisije za trg vrednostnih papirjev. Komisija je leta 2000 izdala 33 novih dovoljenj, podaljšala 95 ter preklicala 28, število regulatorjev v letu 2001 je doseglo 363 (<http://www.ssmc.gov.ua>).

Obseg registriranih izdaj je v letu 2001 sestavljal 14459,493 mio UAH (2703 mio USD) (<http://www.ssmc.gov.ua>), število izdaj pa 2779, število kotiranih podjetij pa 120. Najpogostejši finančni instrument na primarnem trgu kapitala je delnica, drugo mesto pripada obveznicam in tretje menicam. Kar lahko pojasnimo s koncem procesa masovne privatizacije v Ukrajini. Po statističnih podatkih za leto 2000 je bilo v Ukrajini registrirano 352.600 delniških družb iz njih: 118.500 zaprtega tipa in 234.100 odprtega tipa.

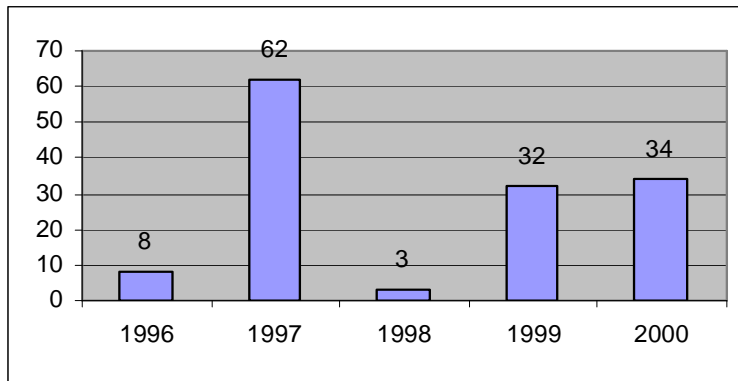
Slika 8: Vrednost izdaj delnic na primarnem trgu v obdobju 1996 – 2000 (v mio USD)



Vir: Tabela 6, lastni izračuni.

Največji delež v izdaji lastniških instrumentov (delnic) pripada delniškim družbam zaprtega tipa, najmanjši pa investicijskim skladom, vmes so druge finančne institucije (zavarovalnice, poslovne banke, delniške družbe odprtega tipa). Pri izdaji obveznic na prvem mestu so podjetja v državni lasti in družbe z omejeno odgovornostjo, med drugimi so delniške družbe, koncerni, poslovne banke.

Slika 9: Vrednost izdaj obveznic na primarnem trgu v obdobju 1996 – 2000 (v mio USD)



Vir: Tabela 6, lastni izračuni.

Ukrajina ima zelo majhen delež obveznic na primarnem trgu, njihov delež leta 2000 sestavlja manj kot 1 %. Glavni pogoj obstoja primarnega trga kapitala je zaupanje ekonomskih subjektov v izdane vrednostne papirje. Trg državnih obveznic Ukrajine se ni opravił od krize 1998 leta, ko je vlada morala preklicati okoli 840 mio UAH (157 mio USD) neplačanih obveznic. V letu 1999 je bila večina izdanih državnih obveznic prodana centralni banki tako na primarnem kot na sekundarnem trgu.

6.3.2 Sekundarni trg

Sekundarni trg kapitala Ukrajine se razvija zelo počasi. Primarni trg kapitala ni tako finančno privlačen za ekonomske subjekte kot sekundarni trg. Obstoj sekundarnega trga je bistvenega pomena za likvidnost vrednostnih papirjev.

Organizirani trg vrednostnih papirjev Ukrajine predstavlja Borza Ukrajine s sedežem v Kijevu in 7 registriranih podružnic (največji sta PFTS in PTIS) ter 2 trgovsko – informacijski sistemi.

Leta 2000 se je na sekundarnem trgu odvijalo samo 7,2 % vsega prometa, ostalih 93 % prometa pa na primarnem trgu, kar lahko razložimo z realizacijo paketov delnic velikih metalurških objektov v letu 2000. Leta 2001 pa se na sekundarnem trgu odvijalo 60 % vsega prometa, na primarnem pa 40 %.

**Tabela 3: Struktura trgovanja s finančnimi instrumenti na sekundarnem trgu v obdobju
2000 – 2001**

| Leto | Delnice (v mio USD) | delnice (v %) | Menice (v mio USD) | Menice (v %) | Skupaj (v mio USD) | Skupaj (v %) |
|------|------------------------|------------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|-----------------|
| 2000 | 2,7 | 87 | 0,407 | 13 | 3,1 | 100 |
| 2001 | 0,78 | 1 | 7,05 | 99 | 7,83 | 100 |

Vir: <http://www.ukrse.kiev.ua>, lastni izračuni.

Kot je bilo že prej omenjeno in kot je razvidno iz Tabele št. 3, je za ukrajinski trg kapitala značilen velik delež menic in delnic v prometu na borzi. Delež obveznic pa je tako zanemarljiv, da jih ne bomo vključevali v analizo sekundarnega trga. Npopularnost tega instrumenta se da pojasniti s tem, da večina izdanih obveznic, s katerimi se trguje na trgu pripada državnim podjetjem, likvidnost katerih je zelo vprašljiva.

Zaradi pomanjkanja podatkov za ukrajinski trg kapitala se bom omejila na analizo tržnega prometa in kapitalizaciji samo za leto 2001. Absolutna vrednost tržnega prometa je leta 2001 sestavljala 13,488 mio USD, tako je promet iz leta 2000 zrasel skoraj dvakrat v letu 2001 in iz leta 1997 v triintridesetkrat. Delež delnic v letu 2001 sestavil samo 38 %, ostalih 62 % prometa pripada menicam. Tržna kapitalizacija je leta 2001 dosegla vrednost 3.270,525 mio USD, tako je koeficient obračanja bil manj kot 1 % (<http://www.ukrse.kiev.ua>).

Slabo razvitost finančnih institucij lahko pojasnimo z zakonsko neurejenostjo in nezaupanjem v finančne institucije, kar je povezano s politično nestabilnostjo v državi.

Institucionalni razvoj trga kapitala lahko prikažemo v naslednji tabeli:

Tabela 4: Institucionalni razvoj ukrajinskega trga kapitala v letu 2000 (NBFI)

| Institucije | Št.regist. Institucij | Obseg poslovanja (mio USD) | Delež sredstev v BDP (%) |
|--|------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| Zavarovalnice (obseg zavarovaln. vlog) | 283 | 400 | 1,22 |
| Trasti (sredstva v upravljanju) | n.p. | 21 | 0,09 |
| Kreditna združenja (sredstva) | 601 | 6,8 | 0,02 |
| Nedržavne pokojninske skladi (sredstva) | 106 | 4,3 | 0,01 |
| Investicijski skladi (neto sredstva) | 252 | 69,6 | 0,21 |
| Factoring podjetja | n.p. | n.p. | n.p. |
| Leasing hiše | 40 | 61 | 0.18 |

Opombe: n.p. – ni podatka.

Vir: Ministry of Finance of Ukraine, the State Committee for Statistics, NBU, State Commission for Securities and Stock Market, 2001.

Kreditne Unije imajo zelo pomembno vlogo v kreditiranju ukrajinskega privatnega sektorja. Kreditne unije so ustanovljene s pomočjo mednarodnih finančnih organizacij in NBU, s ciljem podpore malega podjetništva v Ukrajini. Unije so finančne zadruge, njihov cilj pa ni dobiček, ampak učinkovito gospodarjenje s sredstvi svojih članov. Privlačnost takih kreditov se zmanjšuje v pogojih inflacije. Krediti se izdajajo in plačajo v svobodni konvertibilni valuti, kreditojemalec (poslovnež) pa dobiva dobiček v domači valuti. Unije razen izdajanja kreditov ponujajo naslednje finančne storitve:

- odpiranje zavarovalniških in pokojninskih računov;
- sprejemanje depozitov;
- izdajanje garancij za svoje člane;
- izdajanje kreditnih kartic;
- kupujejo in prodajajo na aukcionah vrednostni papirji;
- mednarodne valutne operacije in t.d.

Škandalozna situacija pa se odvija na trgu privatnih pokojninskih skladov, ki praktično opravljajo svojo dejavnost v skladu s členom 42 Zakona Ukrajine, ki se glasi; da »vsak posameznik lahko opravlja kakršno koli gospodarsko dejavnost, ki ni prepovedana Zakonom Ukrajine«. Vrhovna Rada pripravlja zakon o privatnih pokojninskih skladih, ki bo v prihodnosti stopil v veljavo.

Zaradi visokega obdavčevanja leasingovih operacij ekonomski subjekti dajejo prednost drugim finančnim oblikam, ki so zelo podobni finančnemu leasingu; obročno odplačevan itd, zato se promet v leasingovih hišah zmanjšuje.

Zakon o investicijskih skladih je bil pripravljen leta 1997, vendar ni nikoli bil dokončno sprejet. Tako danes Ministrstvo za finance, lokalne finančne agencije, državna Komisija za trg vrednostnih papirjev upravljajo dejavnost investicijskih skladov in trustov. Sklad državnega premoženja pa regulira poslovanje s privatizacijskimi certifikati.

Relativno boljša situacija se odvija na področju zavarovalništva. Zakon o zavarovalnicah je bil posodobljen leta 1999, v njem je bila določena višina osnovnega kapitala zavarovalnic, ki se giblje med 100.000 USD in 550.000 USD.

Regulacija finančnih institucij je razpršena po različnih vladnih nivojih, kar v tako majhnem finančnem sistemu kot ga ima Ukrajina negativno vpliva na dejavnost finančnih institucij. Enotni pristop k regulaciji in zakonski urejenosti finančnih institucij poveča učinkovitost nadzora nad njimi, zmanjša transakcijske stroške, uskladi sodelovanje in poveča fleksibilnost delovne sile ter možnost za napredovanje.

7. ANALIZA FINANČNIH TRGOV

Razvoj finančnih trgov držav centralne in vzhodne Evrope se je začel pred približno desetimi leti. Značilno za vse države je, da so začeli proces restrukturiranja v zelo težkih pogojih (hiper inflacija, visoka politična in ekonomska nestabilnost, itd.). Danes lahko zasledimo, da so bili eni bolj uspešni kot drugi. Vzrok za to bom poskušala tudi prikazati z nadaljnjo analizo.

7.1 TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE

Gospodarski dosežki tranzicijskih držav in razvoj finančnega trga so močno povezani s tujimi investicijami. Kot je bilo že večkrat omenjeno, je odprtost tujemu kapitalu eden glavnih dejavnikov za zanimanje investorjev. Do zdaj so tuja podjetja levji delež investicij namenila proizvodnji tranzicijskih držav. Drugi najbolj zanimiv sektor za tuje investicije pa je finančni sektor. Tuje investicije so velik vir pridobitve novih tehnologij in znanja. Na primeru opisanih držav lahko zasledimo, kako odprtost gospodarstva (Madžarska, Poljska) pozitivno vpliva na razvoj celotnega finančnega sistema. Ukrajina pa ima zaradi nestabilnosti političnega okolja, zakonske in davčne neurejenosti najnižji delež tujih direktnih investicij, kar se tudi odraža na razvoj njenega finančnega trga. Ukrajinski finančni sektor je premajhen, da bi zadovoljil količinske potrebe po kreditih celotne ekonomije (privatni in državni sektor). V obdobju zadnjih petih let njegova povprečna vrednost sestavlja okoli 2.1 % BDP, kar je v primerjavi z Madžarsko 7.2 % BDP zelo slab rezultat.

Tuje investicije lahko nastopajo na trgu v dveh oblikah. Prva oblika – neposredne finančne investicije, za katere je značilno, da tuja (običajno zahodna) podjetja investirajo v domača podjetja in pri tem zahtevajo možnost nadzora in vpliva na poslovanje, da si s tem zagotovijo varnost. Možna oblika je tudi ustanavljanje novih podjetij s tujim kapitalom, to so tako imenovane »greenfield« investicije.

Druga možna oblika – posredne tuje investicije (portfolio investicije). Zahodne finančne institucije, kot na primer pokojninski skladi, ki kupujejo delnice domačih podjetij. Taki investitorji ponavadi nimajo neposrednega vpliva na poslovanje, če niso zadovoljni s poslovanjem svoj delež lahko prodajo. Ponavadi imajo posredne investicije v državah centralne in vzhodne Evrope špekulativen značaj. Zaradi visokega tveganja se prodajajo po bistveno nižji ceni, kot je njihova realna vrednost.

V nadaljevanju se bom omejili na neposredne direktne investicije, ki bolj vplivajo na razvoj finančnega trga tranzicijskih držav.

Za tranzicijske države, kot je Madžarska, ki je v obdobju začetka privatizacije prodala velik delež tujim investitorjem, je značilno, da imajo tuji investitorji velik vpliv v upravljanju poslovnega sektorja.

Države kot Ukrajina, Rusija, ki so v procesu masovne privatizacije prodali večino podjetij domačim investitorjem, lahko pričakujejo celo večji val tujih investicij, ko bodo prvotni lastniki začeli prodajati svoje deleže.

Tabela 5: Tuje neposredne investicije leta 2000

| Država | Celotna vrednost tujih neposrednih investicij (v mia USD) | Tuje neposredne investicije na prebivalca v USD |
|------------------|---|--|
| Madžarska | 17,62 | 1.762 |
| Pojlska | 48,9 | 1.250 |
| Ukrajina | 3,866 | 78 |

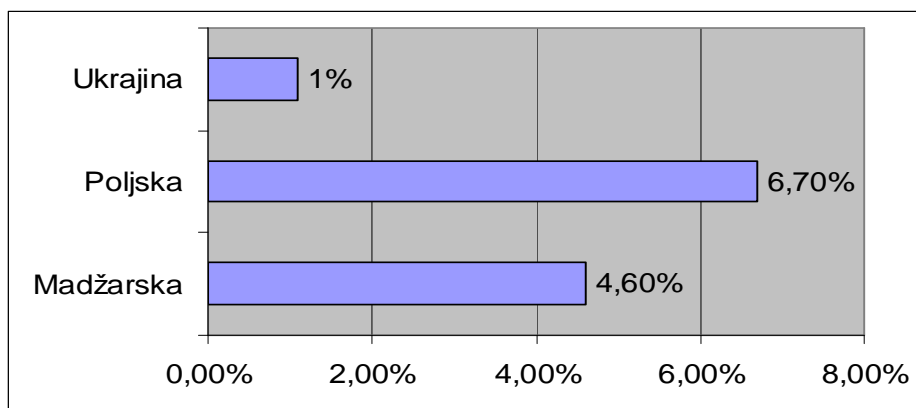
Vir: CCG FY 2000, The Economist Intelligence Unit, MDS, Urad RS za statistiko, Euromoney.

Madžarska po neposrednih tujih naložbah na prebivalca (1.762 USD) vodilna tranzicijska država. Tuje vlagatelje je poleg urejene zakonodaje pritegnila prodaja večinskih deležev v praktično vseh sektorjih, tudi v bančnem in energetskem. Veliko naložb je bilo »greenfield« naložb v proizvodnih sektorjih z visoko razvito tehnologijo (predelovalna industrija, farmacija in elektronika). Najpomembnejši tuji vlagatelji so Nizozemska, Nemčija in ZDA. Glede na to, da je proces privatizacije že skoraj končan, se višina neposrednih tujih vlaganj postopoma znižuje. Leta 2001 so tuje naložbe znašale 1,95 mia USD, v prihodnjih letih bodo po pričakovanjih ostale na isti ravni, odvisne pa bodo predvsem od naložb v nove proizvodnje.

Iz vseh tranzicijskih držav tudi Poljska velja za eno najbolj privlačnih za tuja vlaganja. V zadnjih desetih letih je Poljska pritegnila 48,9 mia USD (1.250 USD na prebivalca) kapitala iz 70 držav. Eden od glavnih razlogov za zanimivost Poljske za tuje vlagatelje je število prebivalstva, ki znaša skoraj 40 mio, s čimer predstavlja eno izmed največjih tržišč v srednji in vzhodni Evropi. Zakon o tujih naložbah iz leta 1991 je liberaliziral režim tujih naložb s tem, da je ukinil dovoljenja za ustanavljanje novih podjetij in odpravil omejitve za transfer dobička. Z začetkom letošnjega leta pa so bile ukinjene ali omejene davčne oprostitve za vlaganja v določene sektorje, v regije z visoko strukturno nezaposlenostjo in v posebne proste cone.

Tuje naložbe v Ukrajini so ene od najnižjih v tranzicijskih državah. Kumulativna vrednost neposrednih tujih naložb je konec leta 2001 znašala 3,866 mio USD (78 USD na prebivalca). Največja ovira za tuje vlagatelje je korupcija, ki je razširjena na vseh ravneh, nedosledna zakonodaja, relativno visoke davčne stopnje in zapletena davčna administracija, visoke cene deležev podjetij z zastarelo tehnologijo in visokimi dolgovi ter netransparentnost privatizacijskih procesov. Vlada si v zadnjem času prizadeva izboljšati naložbeno klimo, vendar so bile lani naložbe bistveno nižje od pričakovanih. Največji tuji vlagatelji so ZDA, Nizozemska in Ciper, panoge z največjim deležem tujih vlaganj pa predelava hrane, trgovina, strojogradnja in predelava kovin.

Slika 10: Delež neposrednih tujih investicij v BDP (v %) leta 2000



Vir: UNTAD, CCG FY 2001

Delež neposrednih tujih investicij je na Poljskem leta 2000 dosegel največjo vrednost, sicer je znašal 10,6 mia USD. Na Madžarskem so tuje neposredne investicije v tem letu znašale 1,95 mia USD. Ukrajina pa ima kot je razvidno tudi iz tabele št. 5 najnižji delež tujih neposrednih investicij.

7.2 ANALIZA TRGA KAPITALA

Trg kapitala skupaj s finančnimi institucijami, ki so pomembni za mobilizacijo prihrankov, prispeva k uspešnemu delovanju vsakega finančnega sistema. Sekundarni trg, na katerem se odvija večina prometa v tranzicijskih državah, je bolj pomemben kot primarni. Brez sekundarnega trga vrednostni papir izgublja svojo najpomembnejšo lastnost – *likvidnost* oziroma možnost prodaje vrednostnega

papirja, kar je pomembno za investitorje. Razvitost sekundarnega trga finančnim institucijam zagotavlja, da je možnost hitre zamenjave nekaterih od svojih obstoječih aktiv v gotovino, ko bi jo potrebovale. Brez trga kapitala bi bilo za imetnike vrednostnih papirjev težje in dražje zmanjšati tveganja, katerim so izpostavljene na finančnih trgih.

Z analizo trga kapitala se bomo omejili predvsem na najznačilnejše kazalce razvitosti sekundarnih trgov, torej na borze: kapitalizacijo, koeficient obračanja, razvoj finančnih institucij in skupni promet sekundarnega ter primarnega trga kapitala.

Institucionalni razvoj finančnega trga držav v tranziciji je zelo različen, na primeru opisanih držav lahko pričakujemo, da je veliko bolj razvit na Madžarskem in Poljskem kot v Ukrajini. Tabela prikazuje, intenzivnost investiranja v instrumenti finančnega trga (v % BDP).

Tabela 5: Delež sredstev finančnih institucij v BDP (v %), leta 2000

| Država | Investicijski skladi | Pokojninski skladi | Zavarovalnice | Vzajemni skladi | Skupaj |
|-----------|----------------------|--------------------|---------------|-----------------|--------|
| Madžarska | 4 | 4 | 3 | 8 | 19 |
| Poljska | 6 | 2 | 5 | 2 | 15 |
| Slovenija | 2 | 0 | 4 | 3 | 9 |
| Ukrajina | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Nemčija | 22,7 | 13 | 31,9 | 4,6 | 72,2 |
| ZDA | 55,2 | 89,9 | 43,1 | 73,6 | 281,8 |

Vir: Calculations for paper by S. Claessens and others on OECD (2000), William M. Mercer (2001), World Bank data.

Če naredimo primerjavo z razvitimi finančnimi trgi, kot sta Nemčija in ZDA, lahko sklepamo, da tranzicijske države, celo najuspešnejše, veliko zaostajajo tudi v institucionalnem razvoju trga kapitala.

Kapitalizacija je tržna vrednost papirja, ki nam pokaže, koliko dolgoročnega kapitala se investira prek trga kapitala. Predstavlja tržno vrednost vrednostnih papirjev, ki je enaka tržni ceni posameznega papirja pomnoženi s celotnim številom enot tega papirja. Hkrati predstavlja tudi indikator pomena le – tega za ekonomijo določene države (Nikolić, 1995).

Kapitalizacija ukrajinskega trga kapitala je znašala leta 2000 4% BDP (Karpinskij, 2001, str.140). Kar lahko primerjamo z 18 – 24 % v državah, kot so Poljska, Rusija, Češka, in več kot 30 % na Madžarskem in v Estoniji. Za primerjavo lahko dodamo, da kapitalizacija razvitih trgov kapitala kot Velika Britanija, znaša več kot 140 %.

Koeficien obračanja kapitala, nam lahko razkrije učinkovitost delovanja trga kapitala. Kot je bilo pričakovati je njegova vrednost v Ukrajini najmanjša in znaša okoli 15 %, tako kot na Madžarskem in Poljskem trgu kapitala več kot 50 %, na bolj naprednih trgih (pa tudi na Portugalskem, v Turčiji in Koreji) znaša več kot 100 %.

Tabela 6: Kazalci razvoja trga kapitala 2000

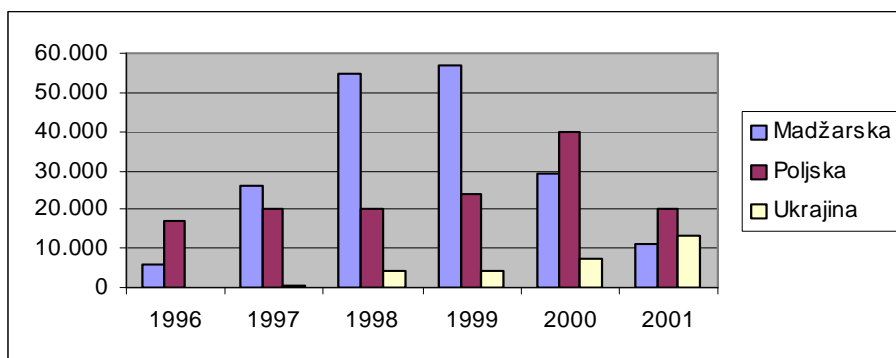
| Država | Kapitalizacija (mia. USD) | Število registriranih na borzi podjetij | Delež kapitalizacije v BDP (v %) | Koeficient obračanja kapitala v % |
|-----------------------------------|--------------------------------------|--|---|--|
| Madžarska | 12,268 | 59 | več kot 30 | Več kot 50 |
| Poljska | 22,233 | 225 | 18-24 | Več kot 50 |
| Ukrajina | 1,272 | 130 | 4 | 15 |
| Razvite zahodne države | | | več kot 140 | Več kot 100 |

Vir: [http://nweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachment/Agenda/\\$File/Ukr2.pdf](http://nweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachment/Agenda/$File/Ukr2.pdf)

Na podlagi absolutnih podatkov prometa na organiziranem trgu kapitala preučevanih držav, ki so prikazani na spodnji Sliki, ugotovimo, da izstopata Borza Budimpešta in Borza Varšava. Ukrajina, kot je bilo treba pričakovati, zaostaja, njen promet v letu 1999 znašal okoli 2 % prometa na prej

omenjenih borzah. Razvoj trga kapitala je bolj odvisen od stopnje liberalizacije, razvoja finančnih institucij in finančnih instrumentov, strokovnosti udeležencev, zakonske urejenosti in drugih faktorjev.

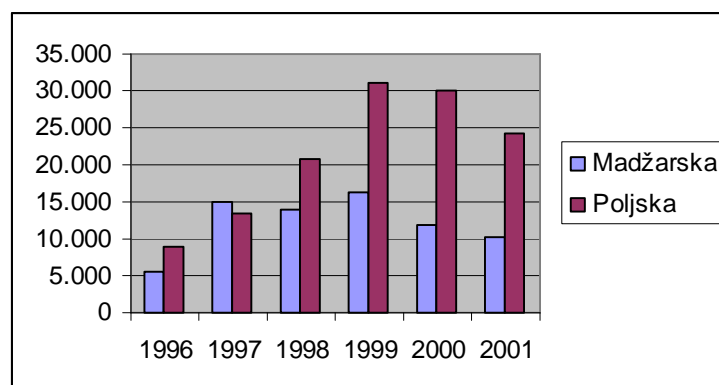
Slika 11: Skupni promet na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v obdobju 1991–2001 (v mio USD)



Vir: Tabela 6, lastni izračuni.

Po absolutni tržni vrednosti vrednostnih papirjev (kapitalizaciji) izstopa Borza Varšava, madžarska borza je na drugem mestu. Leto 2000 je bilo za Borzo Budimpešta slabše kot leto 1999. Na Borzi Varšava pa se drži trend naraščanja kapitalizacije do leta 1999. Leta 2000, 2001 pa zasledimo padanje vrednosti kapitalizacije.

Slika 12: Tržna vrednost na borzah Varšave in Budimpešte v obdobju 1991 – 2000 (v mio USD)



Vir: Tabela 7, lastni izračuni

Na podlagi absolutnih vrednosti tržne kapitalizacije v letih 1991 – 2000 zasledimo trend rasti trga kapitala v vseh treh državah.

Koeficient obračanja kapitala (priloga, Tabela št. 7) je na borzi v Budimpešti višji, in sicer ima maksimalno vrednost leta 1998 – 2,3 in minimalno vrednost leta 1996 – 0,56. Vrednosti koeficienta obračanja na Borzi Varšava so bolj stanovitne, njihova vrednost se giblje med 1,2 in 1,3.

Pravo sliko razvoja trga kapitala dobimo, če primerjamo absolutne podatke tržne vrednosti z BDP-jem posameznih ekonomij. Ti deleži tako znašajo na koncu obdobja (leta 2000) za vse papirje na Madžarskem 28 % BDP. Na Poljskem pa več kot 30 % BDP, v Ukrajini pa ta delež znaša samo 4 % BDP (BSE, Report, 2001).

Analiza je še enkrat potrdila, da se tranzicijske države centralne in vzhodne Evrope ne glede na relativno hitro in učinkovito uvajanje tržnih reform, v primerjavi z razvitimi gospodarstvi nahajajo v začetni fazi razvoja denarnih in kapitalskih trgov.

SKLEP

Namen mojega diplomskega dela je bila kratka predstavitev finančnih trgov Madžarske, Poljske in Ukrajine, opis njihovega razvoja, posebnosti v procesu prestrukturiranja. Na koncu diplomskega dela sem primerjala razvoj teh trgov v omenjenih državah.

Dobro delovanje finančnega trga in njegovih instrumentov ima velik pomen za razvoj tržno usmerjenega gospodarstva.

Finančni trgi držav centralne in vzhodne Evrope so doživeli veliko sprememb in dosegli napredek v obdobju zadnjih desetih let. Med drugim so predvsem dobesedno znova zgradili trg kapitala, naredili prestrukturiranje bančnega sektorja, monetarne politike, dosegli visoko liberalizacijo trgov, kar je omogočilo tudi njihov hiter napredek.

Za denarne trge držav v tranziciji je značilno, da so še vedno v začetni fazi razvoja. Pomanjkanje finančnih instrumentov na tem trgu povzroča zmanjšanje števila transakcij na medbančnem trgu, razvoj katerega je zelo pomemben za dobro delovanje bančnega sistema. Pomembna je varnost, likvidnost in donosnost instrumentov denarnega trgovanja. Osnovno vlogo pri oblikovanju denarnega trga in njegovih instrumentov ima centralna banka. Cilj centralnih bank preučevanih tranzicijskih držav je stabilnost nacionalne valute. Za doseganje tega cilja uporabljajo klasične finančne instrumente.

Razvoj dvostopenjskega bančnega sistema je bil predpogoj za tranzicijske države, ko so začeli graditi finančni sistem bank in drugih finančnih institucij po principu tržne ekonomije. Na začetku prestrukturiranja bančnega sektorja je bil dostop do bančnih licenc enostaven, kar so izkoristili tuji investitorji, ki v državah kot Madžarska in Poljska igrajo dominantno vlogo v bančnem sektorju. Velik problem bančnega sektorja nekaterih držav centralne in vzhodne Evrope so bili slabi krediti. Na Poljskem in Madžarskem vpliv države na bančni sektor ni značilen. Delež tujih investitorjev v lastniški strukturi bank pa je dokaj velik, kar vpliva na večji razvoj in uporabo finančnih instrumentov. V Ukrajini je obratno. Država ima še zdaj velik vpliv na gospodarstvo ter igra pomembno vlogo pri oblikovanju bančnega sektorja. Kapaciteta zmogljivosti bančnega sektorja ne zadostuje potrebam

ukrajinske ekonomije, vzrok za to najdemo v nestabilnosti političnega okolja ter zakonski neurejenosti.

Vloga trga kapitala je zelo pomembna za razvoj finančnega sistema tržne ekonomije. Večina prometa na kapitalnem trgu držav vzhodne in centralne Evrope se odvija na sekundarnih trgih, kjer se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji. Če upoštevamo razlike v razvoju kapitalnega trga omenjenih držav, je madžarski kapitalni trg eden najuspešnejših. To lahko povežemo s tem, da je bila Madžarska prva in zelo uspešna pri uresničevanju ekonomskih reform na področju privatizacije. Med vzhodnoevropskimi državami je bila najhitrejša pri uvajanju teh reform ter velja za eno najresnejših kandidatov za članstvo v EU.

V Ukrajini je v procesu privatizacije država puščala določen odstotek premoženja v svoji lasti. Negativen vpliv na tempo privatizacije je imela finančna kriza leta 1998. Poslabšali so se makroekonomski kazalci, nacionalna valuta je doživela močno devalvacijo, kreditni rating se je znižal, nerezidenti so zapuščali ukrajinski trg. Liberalizacijski proces se v Ukrajini še ni začel, država pa je pri sprejemu kredita pri Svetovni banki za rekonstrukcijo in razvoj že morala podpisati Kreditni sporazum, s katerim je obvezana k postopni liberalizaciji na področju trgovine in določanju cen. Soglasno s tem sporazumom mora ustvariti konkurenčne pogoje poslovanja (npr. ukinitve carin itd.) in tako privabiti tuje investitorje na svoj trg.

Glede na število udeležencev, obseg investicijskega kapitala ter vrednost naložb v vrednostnih papirjih z visokim kapitalnim tveganjem se Madžarska in Poljska uvrščata med najbolj razvite tranzicijske države. To lahko delno razložimo s privlačnostjo investicijskega okolja, ugodnega finančnega, zakonskega ter humanega ozadja. Liberalizacija na teh dveh omenjenih trgih se je odvijala zelo intenzivno. Nerezidenti lahko nastopajo na trgu pod istimi pogoji kot domači investitorji.

Trg kapitala skupaj s finančnimi institucijami, ki so pomembne za mobilizacijo prihrankov, prispeva k uspešnemu delovanju vsakega finančnega sistema. Razvoj finančnih institucij na Madžarskem, Poljskem in v Ukrajini je v primerjavi z razvitimi ekonomijami zelo slab, vendar med preučevanimi državami prvo mesto v deležu sredstev investicijskih institucij v % BDP prevzema Madžarska, drugo Poljska. Ukrajina ima slabo razvito institucionalno strukturo finančnega trga, kar je pogojeno s pomanjkljivo zakonodajo. Regulacija finančnih institucij je razpršena na različnih vladnih nivojih, kar

negativno vpliva na dejavnost finančnih institucij v tako majhnem finančnem sistemu, kot ga ima Ukrajina. Enoten pristop k regulaciji in zakonska urejenost finančnih institucij poveča učinkovitost nadzora nad njimi, zmanjša transakcijske stroške, uskladi sodelovanje in poveča fleksibilnost delovne sile in možnost za napredovanje.

Podobna situacija se odvija na kapitalskem trgu. Če upoštevamo kazalce razvitosti trga kapitala, in sicer stopnjo kapitalizacije, koeficient obračanja kapitala, vodilno mesto pripada Madžarski. Poljska ima tudi relativno dobre kazalce in zelo malo zaostaja za Madžarsko, po tržni kapitalizaciji pa jo celo prekaša. Kapitalizacija ukrajinskega trga kapitala znaša 4 % BDP. Kar lahko primerjamo z 18 –24 % v državah kot Poljska, Rusija in več kot 30 % na Madžarskem in v Estoniji. Za primerjavo lahko dodamo, da kapitalizacija razvitih trgov kapitala kot Velika Britanija znaša več kot 140 %.

Koeficient obračanja kapitala (relativni odnos med tržnim prometom in kapitalizacijo) nam lahko razkrije učinkovitost delovanja trga kapitala. Kot je bilo pričakovati, je njegova vrednost v Ukrajini najmanjša in znaša okoli 15 %, na madžarskem in poljskem trgu kapitala je več kot 50 %, na bolj naprednih trgih (pa tudi na Portugaljskem, v Turčiji in Koreji) pa znaša več kot 100 %.

Če upoštevamo rezultate analize in trende rasti v državah centralne in vzhodne Evrope na primeru Madžarske, Poljske in Ukrajine, smo lahko prepričani, da imajo finančne trgi teh držav velik potencial za razvoj.

LITERATURA

1. Davidov O.I., Jariš O.V.: INVESTICIJSKA PRIVLAČNOST VREDNOSTNIH PAPIRJEV. Finance Ukrajine, 2001, 2 str. 130 – 135.
2. Epifanov A.O., Miščenko V.I., Grebenik N.I.: MONETARNA POLITIKA V UKRAJINI IN NJEN NADALJNI RAZVOJ. Finance Ukrajine, 2001, 9, str. 11 – 14.
3. Helmenstein C: CAPITAL MARKETS IN CENTRAL IN EASTERN EUROPE. Viena, 1999. 473 str.
4. Gregorn Julija: PRIVATIZACIJA JAVNEGA SEKTORJA V UKRAJINI. Dipl. delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999, 60 str.
5. Karpinskij B.A.: INVESTICIJSKA KLIMA V UKRAJINI. Finance Ukrajine, 2001, 9, str. 139 – 155.
6. Kašenko O.L.: FINANČNI MEHANIZEM UKRAJINE. Finance Ukrajine, 2001, 2, str. 141 – 145.
7. Nikolić Mirjana: NACIONALNI TRGI KAPITALA. Dipl. delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995, 70 str.
8. FINANCIAL ENVIROMENT IN HUNGARY, Budapest, Ministry of Economic Affairs and ITDH, 2001. 40 str.
9. HOW TO DO BUSINESS IN POLAND. Warsaw, Ministry of Economy, 2001. 162 str.
10. Petrenko K.V.: BANČNI SEKTOR UKRAJINE. Finance Ukrajine 2000, 11, str. 126 – 128.
11. Pichler F.: THE FINANCIAL ENVIROMENT IN HUNGARY. Budapest, 2001, 35 str.
12. Plachtej B., Ilszuk W.: POLJSKA VAŠ POSLOVNI PARTNER, 2001. 150 str.
13. Pohl G., Jedrzejczak G., Anderson R.: CREATING CAPITAL MARKETS IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE. Ljubljana: The World Bank, 1995. 31 str.
14. Prohaska Zdenko: FINANČNI TRGI. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
15. Veselinovič Draško: FINANČNE TRGI IN INSTRUMENTI. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 60 str.

VIRI

1. Budapest Stock Exchange [<http://www.bse.hu>], 23.02.02.
2. CMRS - Center za mednarodno sodelovanje in razvoj, 2002.
3. INVESTORS BOOKLETS 2001, Budapest, str. 12, 33.
4. MONTHLY REPORT, Nacional Bank of Hungary, 2000, str. 199.
5. THE HUNGARIAN ECONOMY, Budapest, 2000, str. 4.
6. THE EUROPA WORLD YEAR BOOK, London, 1998, 1999, 2000,2001,str.
7. UA Committed of securities [<http://www.ssmc.gov.u.../linkman.php?base=YearReports&dir=YR-2000&link=emissio>], 21.03.02.
8. Ukrainian Stock Exchange [<http://www.kpwih.gov.pl/f1b4-ang.htm>], 29.02.02.
9. UNIDO, Fortis Bank, Warsaw, July, 2001, str. 84-84, 199.
10. Warsaw Stock Exchange [<http://www.wse.com>], 15.05.02.
11. World Bank [[http://lnweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachment/Agenda/\\$File/Ukr2.pdf](http://lnweb18.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachment/Agenda/$File/Ukr2.pdf)], 4.02.02.

PRILOGA

Tabela 1: Statistični kazalci za obdobje 2000 – 2001 (2002 projekcija) za Madžarsko, Poljsko, Ukrajino

| Kazalci | MADŽARSKA | | | POLJSKA | | | UKRAJIN A | | |
|--|-----------|---------------|----------|----------|-------------|----------|--------------|-------------|--------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2000 | 2001 | 2002 | 2000 | 2001 | 2002 |
| Število prebivalcev (v mio) | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 38,65 | 38,64 | 38,65 | 49,70 | 49,50 | 49,30 |
| BDP (v mlrd USD po tekočih cenah) | 45,600 | 50,600 | 55,600 | 158,839 | 187,538 | 220,522 | 31,800 | 38,800 | 44,100 |
| BDP per capita (v USD) | 4.560,00 | 5.060,00 | 5.560,00 | 4.110,00 | 4.583,00 | 5.706,00 | 640,00 | 780,00 | 890,00 |
| Rast BDP (v %) | 5,2 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 2,5 | 3,5 | 5,8 | 8,7 | 5,0 |
| Rast zasebne potrošnje (v %) | 3,3 | 4,6 | 5,5 | 2,6 | 2,5 | 3,0 | 7,4 | 7,0 | 5,0 |
| Rast javne potrošnje (v %) | 1,6 | 2,5 | 3,5 | 1,1 | 1,5 | 1,0 | 1,4 | 1,0 | 1,5 |
| Rast investicij (v %) | 6,6 | 5,0 | 6,7 | 3,1 | 2,0 | 4,5 | 8,9 | 17,0 | 9,0 |
| Rast celotnega domačega povpraševanja (v %) | 5,0 | 4,9 | 5,8 | 2,5 | 2,2 | 3,1 | 6,8 | 8,2 | 5,4 |
| Ras industrijske proizvodnje (v %) | 18,3 | 8,5 | 6,2 | 6,8 | 4,1 | 4,6 | 12,9 | 14,0 | 6,0 |
| Stopnja nezaposlenosti (v %) | 6,4 | 6,5 | 6,8 | 14,4 | 16,1 | 16,3 | 5,3 | 4,8 | 6,0 |
| Stopnja inflacije (letno povprečje, v %) | 9,8 | 8,6 | 6,6 | 10,1 | 6,3 | 6,0 | 28,2 | 12,0 | 9,0 |
| Proračunski proimanjkljaj (v % BDP) | -2,9 | -3,4 | -3,2 | -2,6 | -4,7 | -5,0 | 1,1 | 0,0 | -1,9 |
| Kratkoročna medbančna obrestna mera (v%) | 12,6 | 12,0 | 10,0 | 20,0 | 18,1 | 14,7 | | | |
| Izvoz blaga (v mlrd USD) | 25,4 | 28,5 | 30,4 | 28,3 | 31,7 | 37,9 | 15,7 | 17,3 | 18,7 |
| Letna stopnja rasti izvoza blaga in storitev (v %) | 21,8 | 13,5 | 8,0 | 32,5 | 12,0 | 10,0 | 17,0 | 12,0 | 7,0 |
| Uvoz blaga (v mlrd USD) | 27,5 | 30,6 | 32,8 | 41,4 | 44,0 | 51,2 | 14,9 | 17,1 | 19,1 |
| Letna stopnja rasti uvoza blaga in storitev (v %) | 21,1 | 14,6 | 10,5 | 23,2 | 9,5 | 8,0 | 17,3 | 12,5 | 8,0 |
| Saldo tekočega računa (v % BDP) | -3,3 | -3,4 | -3,5 | -6,3 | -4,6 | -4,3 | 4,7 | 2,9 | 0,7 |
| Povprečni menjalni tečaj (grivn za USD) | 282,20 | 284,40 | 259,80 | 4,35 | 4,25 | 4,10 | 5,44 | 5,37 | 5,35 |
| Zunanji dolg (v mlrd USD) | 29,1 | 29,5 | 32,0 | 58,9 | 62,2 | 72,0 | 12,5 | 11,8 | 14,1 |
| Devizne rezerve (v mlrd USD) | | | | 26,562 | 29,813 | 31,866 | 1,353 | 3,000 | 3,300 |
| Stopnja rizičnosti države (maksimalno 100 točk) | 75 | 72 | 72 | 63 | | | 33 | 32 | 32 |
| Rizičnostni razred (A-E) | B | B | B | C | | | E | E | E |

Vir: CMRS, 2002.

Tabela 2: Tržni promet delnic in obveznic na Borzi Budimpešta v obdobju 1990 – 2001 (v mio USD)

| Leta | Delnice | del. (v %) | obveznice | Obv. (v %) | Skupaj | Skupaj (v %) |
|------|---------|---------------|-----------|---------------|--------|-----------------|
| 1190 | 97 | 100 | 0 | 0 | 97 | 100 |
| 1991 | 131 | 100 | 0 | 0 | 131 | 100 |
| 1992 | 76 | 33 | 157 | 67 | 233 | 100 |
| 1993 | 198 | 20 | 797 | 80 | 995 | 100 |
| 1994 | 530 | 51 | 501 | 49 | 1.031 | 100 |
| 1995 | 697 | 53 | 616 | 47 | 1.313 | 100 |
| 1996 | 3.213 | 54 | 2.743 | 46 | 5.956 | 100 |
| 1997 | 15.369 | 59 | 10.692 | 41 | 26.061 | 100 |
| 1998 | 32.208 | 59 | 22.325 | 41 | 54.533 | 100 |
| 1999 | 29.696 | 53 | 26.854 | 47 | 56.550 | 100 |
| 2000 | 24.495 | 83 | 4.973 | 17 | 29.468 | 100 |
| 2001 | 9.668 | 87 | 1.416 | 13 | 11.084 | 100 |

Vir: <http://www.bse.hu>, lastni izračuni.

Tabela 3: Tržna vrednost obveznic in delnic na Borzi Budimpešta v obdobju 1991 – 2001 (v mio USD) in koeficient obračanja

| Leta | Delnice | Kapitalizacija | K.O. delnic | Obveznice | Kapitalizacija | K.O. obveznic |
|------|---------|----------------|----------------|-----------|----------------|------------------|
| 1190 | 97 | 267 | 0,36 | 0 | 0 | 0 |
| 1991 | 131 | 505 | 0,26 | 0 | 0 | 0 |
| 1992 | 76 | 562 | 0,14 | 157 | 981 | 0,16 |
| 1993 | 198 | 811 | 0,24 | 797 | 2.403 | 0,33 |
| 1994 | 530 | 1.640 | 0,32 | 501 | 3.566 | 0,14 |
| 1995 | 697 | 2.351 | 0,30 | 616 | 3.268 | 0,19 |
| 1996 | 3.213 | 5.583 | 0,56 | 2.743 | 4.614 | 0,59 |
| 1997 | 15.369 | 15.029 | 1,02 | 10.692 | 4.859 | 2,20 |
| 1998 | 32.208 | 14.022 | 2,30 | 22.325 | 6.830 | 3,26 |
| 1999 | 29.696 | 16.414 | 1,80 | 26.854 | 8.389 | 3,20 |
| 2000 | 24.495 | 11.920 | 2,05 | 4.973 | 9.421 | 0,53 |
| 2001 | 9.668 | 10.210 | 0,95 | 1.416 | 12.605 | 0,11 |

Vir: <http://www.bse.hu>, lastni izračuni.

Tabela 4: Tržni promet delnic in obveznic na Borzi Varšava v obdobju 1996 – 2001 (v mio USD)

| Leto | delnice | del. (v %) | obveznice | obv. (v %) | Skupaj | Skupaj (v %) |
|------|---------|------------|-----------|------------|--------|--------------|
| 1996 | 11.113 | 65 | 6.015 | 35 | 17.128 | 100 |
| 1997 | 16.006 | 80 | 4.113 | 20 | 20.119 | 100 |
| 1998 | 17.965 | 88 | 2.473 | 12 | 20.438 | 100 |
| 1999 | 22.468 | 95 | 1.203 | 5 | 23.671 | 100 |
| 2000 | 38.962 | 97 | 1.058 | 3 | 40.020 | 100 |
| 2001 | 18.928 | 94 | 1.207 | 6 | 20.135 | 100 |

Vir: <http://www.wse.com.pl>, lastni izračuni.

Tabela 5: Tržna vrednost delnic koeficient obračanja na Borzi Varšava v obdobju 1996 – 2001 (v mio USD)

| Leto | delnice | kapitalizacija | K.O. |
|------|---------|----------------|------|
| 1996 | 11.113 | 8.922 | 1,25 |
| 1997 | 16.006 | 13.384 | 1,20 |
| 1998 | 17.965 | 20.877 | 0,86 |
| 1999 | 22.468 | 31.164 | 0,72 |
| 2000 | 38.962 | 29.974 | 1,30 |
| 2001 | 18.928 | 24.322 | 0,78 |

Vir: <http://www.wse.com.pl>, lastni izračuni.

**Tabela 6: Skupni promet na organiziranih trgih Madžarske in Poljske
v obdobju 1996 – 2001 (v mio USD)**

| Leto | MADŽARSKA | | | POLJSKA | | |
|------|-----------|-----------|---------------|---------|-----------|---------------|
| | delnice | obveznice | skupaj | delnice | obveznice | skupaj |
| 1996 | 3.213 | 2.743 | 5.956 | 11.113 | 6.015 | 17.128 |
| 1997 | 15.369 | 10.692 | 26.061 | 16.006 | 4.113 | 20.119 |
| 1998 | 32.208 | 22.325 | 54.533 | 17.965 | 2.473 | 20.438 |
| 1999 | 29.696 | 26.854 | 56.550 | 22.468 | 1.203 | 23.671 |
| 2000 | 24.495 | 4.973 | 29.468 | 38.962 | 1.058 | 40.020 |
| 2001 | 9.668 | 1.416 | 11.084 | 18.928 | 1.207 | 20.135 |

Vir: Tabela3, 5, lastni izračuni.

**Tabela 7: Tržna kapitalizacija delnic na Budimpeštanski in Varšavski borzah
(v mio USD) in Koeficient Obračanja v obdobju 1996 – 2001**

| Leto | MADŽARSKA | | POLJSKA | |
|------|-----------------------|------|-----------------------|------|
| | kapitalizacija delnic | K.O. | Kapitalizacija delnic | K.O. |
| 1996 | 5.583 | 0,56 | 8.922 | 1,25 |
| 1997 | 15.029 | 1,02 | 13.384 | 1,20 |
| 1998 | 14.022 | 2,30 | 20.877 | 0,86 |
| 1999 | 16.414 | 1,80 | 31.164 | 0,72 |
| 2000 | 11.920 | 2,05 | 29.974 | 1,30 |
| 2001 | 10.210 | 0,95 | 24.322 | 0,78 |

Vir: Tabela 3, 5.