

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**GENERATORJI RASTI BORZNIH INDEKSOV NA NOVIH  
FINANČNIH TRGIH**

Ljubljana, september 2008

LUKA KRANJC

### **IZJAVA**

Študent Luka Kranjc izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Boštjana Jazbeca in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, september 2008

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>UVOD</b>  | <b>1</b>  |
| <b>1. FINANČNI TRGI</b>                              | <b>2</b>  |
| <b>1.1 NOVI FINANČNI TRGI</b>                        | <b>2</b>  |
| 1.1.1 DEFINICIJA NOVEGA FINANČNEGA TRGA              | 2         |
| 1.1.2 MERILA ZA OPREDELITEV NOVEGA FINANČNEGA TRGA   | 3         |
| 1.1.3 ZNAČILNOSTI NOVIH TRGOV                        | 5         |
| 1.1.4 DEJSTVA IN ŠTEVILKE                            | 7         |
| <b>2. NOVI TRGI</b>                                  | <b>7</b>  |
| <b>2.1 LATINSKA AMERIKA</b>                          | <b>7</b>  |
| 2.1.1 MEHIKA   | 8         |
| 2.1.1.1 MEXBOL indeks                                | 9         |
| 2.1.2 BRAZILIJA                                      | 10        |
| 2.1.2.1 IBOVESPA indeks                              | 10        |
| <b>2.2 AZIJA</b>                                     | <b>11</b> |
| 2.2.1 KITAJSKA                                       | 11        |
| 2.2.1.1 SSE 180 indeks                               | 12        |
| 2.2.2 INDIJA   | 12        |
| 2.2.2.1 SENSEX 30 indeks                             | 13        |
| <b>2.3 VZHODNA EVROPA</b>                            | <b>14</b> |
| 2.3.1 RUSIJA   | 14        |
| 2.3.1.1 RTS indeks                                   | 15        |
| 2.3.2 TURČIJA  | 15        |
| 2.3.2.1 XU 100 indeks                                | 15        |
| <b>2.4 BALKANSKE DRŽAVE</b>                          | <b>16</b> |
| 2.4.1 HRVAŠKA  | 16        |
| 2.4.1.1 CROBEX indeks                                | 17        |
| 2.4.2 BOSNA IN HERCEGOVINA                           | 17        |
| 2.4.2.1 Sarajevska borza                             | 19        |
| 2.4.2.1.1 SASX-10 indeks                             | 19        |
| 2.4.2.2 Banjaluška borza                             | 19        |
| 2.4.2.2.1 BIRS indeks                                | 19        |
| 2.4.3 SRBIJA   | 20        |
| 2.4.3.1 BELEX-15 indeks                              | 21        |
| 2.4.4 MAKEDONIJA                                     | 21        |
| 2.4.4.1 MBI-10 indeks                                | 22        |
| <b>3. GENERATORJI RASTI KAPITALSKIH TRGOV</b>        | <b>22</b> |
| <b>3.1 TRŽNA SEGMENTACIJA IN INTEGRACIJA</b>         | <b>23</b> |
| <b>3.2 GENERATORJI RASTI NOVIH KAPITALSKIH TRGOV</b> | <b>25</b> |
| 3.2.1 MEDNARODNI FINANČNI POSREDNIKI                 | 26        |

|                           |  |           |
|---------------------------|--|-----------|
| 3.2.2                     | DRŽAVNA POLITIKA IN INSTITUCIONALNE REFORME (LIBERALIZACIJA) | 26        |
| 3.2.3                     | TEHNOLOŠKI NAPREDEK  | 27        |
| 3.2.4                     | SPREMEMBE V POVPRASEVANJU                                    | 27        |
| 3.2.5                     | PRIVATIZACIJA IN POKOJNINSKE REFORME                         | 27        |
| 3.2.6                     | NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE                                      | 27        |
| 3.2.7                     | LIKVIDNOST TRGA  | 28        |
| <b>3.3</b>                | <b>GENERATORJI RASTI BALKANSKIH BORZNIH TRGOV</b>            | <b>29</b> |
| 3.3.1                     | GENERATORJI RASTI  | 29        |
| <b>3.4</b>                | <b>PRIMERJAVA NOVIH FINANČNIH TRGOV</b>                      | <b>29</b> |
| 3.4.1                     | TRŽNA KAPITALIZACIJA   | 30        |
| 3.4.2                     | TRŽNA KAPITALIZACIJA GLEDE NA BDP                            | 30        |
| 3.4.3                     | VREDNOST LETNEGA PROMETA GLEDE NA BDP                        | 30        |
| 3.4.4                     | KAZALNIK P/E   | 30        |
| 3.4.5                     | KVANTITATIVNA ANALIZA TRGOV                                  | 31        |
| <b>SKLEP</b>              |  | <b>34</b> |
| <b>LITERATURA IN VIRI</b> |  | <b>36</b> |
| <b>PRILOGE</b>            |  | <b>1</b>  |

## KAZALO TABEL IN SLIK:

|  |    |
|--|----|
| TABELA 1: KVANTITATIVNA MERILA IZBRANIH NOVIH FINANČNIH TRGOV - BDP NA PREBIVALCA    | 4  |
| TABELA 2: KVANTITATIVNA MERILA IZBRANIH NOVIH FINANČNIH TRGOV - REALNA STOPNJA RASTI | 5  |
| TABELA 3: DELEŽ NOVIH TRGOV V SVETOVNEM MERILU                                       | 7  |
| SLIKA 1: POVEZAVA MED REFORMAMI IN RAZVOJEM KAPITALSKEGA TRGA                        | 24 |
| TABELA 4: PRIMERJAVA TRŽNIH KAPITALIZACIJ GLEDE NA BDP                               | 31 |
| TABELA 5: PRIMERJAVA P/E KAZALNIKOV  | 32 |
| TABELA 6: PRIMERJAVA VREDNOSTI PROMETA GLEDE NA BDP                                  | 33 |

## KAZALO PRILOG:

|   |    |
|---|----|
| PRILOGA 1: STRUKTURA INDEKSA MEXBOL NA DAN 31. 12. 2007   | 1  |
| PRILOGA 2: GIBANJE INDEKSA MEXBOL OD 2. 1. 2006 DO 31. 12. 2007                                       | 1  |
| PRILOGA 3: STRUKTURA INDEKSA IBOVESPA NA DAN 31. 12. 2007   | 2  |
| PRILOGA 4: GIBANJE INDEKSA IBOVESPA OD 2. 1. 2006 DO 28. 12. 2007                                     | 2  |
| PRILOGA 5: STRUKTURA INDEKSA SSE 180 NA DAN 31. 12. 2007  | 3  |
| PRILOGA 6: GIBANJE INDEKSA SSE 180 OD 19. 12. 2006 DO 27. 12. 2007                                    | 3  |
| PRILOGA 7: STRUKTURA INDEKSA SENSEX 30 NA DAN 31. 12. 2007  | 4  |
| PRILOGA 8: GIBANJE INDEKSA SENSEX 30 OD 2. 1. 2006 DO 31. 12. 2007                                    | 4  |
| PRILOGA 9: STRUKTURA INDEKSA RTS NA DAN 31. 12. 2007  | 5  |
| PRILOGA 10: GIBANJE INDEKSA RTS OD 10. 1. 2006 DO 28. 12. 2007  | 5  |
| PRILOGA 11: STRUKTURA INDEKSA XU 100 NA DAN 31. 12. 2007  | 6  |
| PRILOGA 12: GIBANJE INDEKSA XU 100 OD 2. 1. 2006 DO 31. 12. 2007                                      | 6  |
| PRILOGA 13: STRUKTURA INDEKSA CROBEX NA DAN 31. 12. 2007  | 7  |
| PRILOGA 14: GIBANJE INDEKSA CROBEX OD 3. 1. 2006 DO 31. 12. 2007                                      | 7  |
| PRILOGA 15: STRUKTURA INDEKSA SASX-10 NA DAN 31. 12. 2007   | 8  |
| PRILOGA 16: GIBANJE INDEKSA SASX-10 OD 6. 2. 2006 DO 28. 12. 2007                                     | 8  |
| PRILOGA 17: STRUKTURA INDEKSA BIRS NA DAN 31. 12. 2007  | 9  |
| PRILOGA 18: GIBANJE INDEKSA BIRS OD 3. 1. 2006 DO 28. 12. 2007  | 9  |
| PRILOGA 19: STRUKTURA INDEKSA BELEX 15 NA DAN 31. 12. 2007  | 10 |
| PRILOGA 20: GIBANJE INDEKSA BELEX 15 OD 9. 1. 2006 DO 31. 12. 2007                                    | 10 |
| PRILOGA 21: STRUKTURA INDEKSA MBI-10 NA DAN 31. 12. 2007  | 11 |
| PRILOGA 22: GIBANJE INDEKSA MBI-10 OD 4. 1. 2006 DO 28. 12. 2007                                      | 11 |
| PRILOGA 23: DELEŽI TUJIH INVESTITORJEV NA BANJALUŠKI BORZI V LETU 2006                                | 12 |
| PRILOGA 24: DELEŽI TUJIH INVESTITORJEV NA BANJALUŠKI BORZI V LETU 2007                                | 12 |
| PRILOGA 25: DNEVNI DELEŽ TUJIH INVESTITORJEV (FIT) NA BEOGRAJSKI BORZI OD 30. 6. 2006 DO 31. 12. 2007 | 13 |
| PRILOGA 26: MESEČNI DELEŽI NETO PRILIVOV TUJIH INVESTITORJEV NA MAKEDONSKI BORZI V LETU 2006 IN 2007  | 13 |



## UVOD

Novi finančni trgi igrajo pomembno vlogo v mednarodnih portfeljih, ter so že več kot dvajset let predmet različnih študij in analiz. V diplomskem delu obravnavam nove finančne trge (*angl. emerging markets*) oziroma razvijajoče trge, predvsem sem se osredotočil na izbrane balkanske borzne trge, ki sem jih primerjal z ostalimi novimi trgi. Primerjava temelji predvsem na dejavnikih rasti teh trgov. Moja hipoteza predpostavlja, da so se balkanski borzni trgi razvijali po podobnem vzorcu kot ostali novi svetovni trgi in da so bili prisotni podobni oziroma enaki dejavniki rasti z določenimi posebnostmi posameznega trga.

Namen diplomskega dela je ugotoviti, kateri so bili generatorji rasti balkanskih borznih trgov oziroma ugotoviti razlike in podobnosti z drugimi novimi trgi. Izbral sem si po dve reprezentativni državi iz posameznega kontinenta. Odločil sem se za države, ki so po obsegu največje in za katere sem najlažje pridobil dostopne podatke. Kriterij izbire je bil tudi aktualnost dogajanj oziroma največja aktivnost kapitalskih trgov izbranih držav.

Diplomskega dela sem se lotil najprej teoretično. Države sem najprej opisal, analiziral borzne indekse in nato še empirično obdelal primerjalne kazalce. Nekatere podatke sem pridobil iz primarnih virov, nekatere sem izračunal sam.

Diplomsko delo je razdeljeno na tri poglavja. V začetnem poglavju sem opredelil pojem novih trgov, ter opisal njihov nastanek in razvoj. Najprej sem navedel definicijo novega finančnega trga in nadaljeval z merili za opredelitev. Potem sem se osredotočil na značilnosti trgov in jih v nadaljevanju za lažjo predstavo podkrepil s podatki o položaju vzhajajočih trgov v svetovnem merilu.

V drugem poglavju sem se osredotočil na posamezne nove finančne trge, glede na kontinente. Začel sem z Latinsko Ameriko, kjer sem preučeval Mehiko in Brazilijo. Nadaljeval sem z Azijo, kjer sem izbral Indijo in Kitajsko. Kot predstavnika novih trgov v Vzhodni Evropi sem analiziral Rusijo in Turčijo. Poglavje sem zaključil z Balkanom, kjer sem izbral Hrvaško, Bosno in Hercegovino, Srbijo in Makedonijo. Naveden države sem izbral zato, ker menim, da predstavljajo največji potencial za rast na Balkanu in so privlačne za tuja vlaganja. Države sem primerjal med seboj na osnovi kriterijev Svetovne Banke in predstavil tudi najpomembnejše izbrane borzne indekse in njihovo gibanje.

V tretjem delu, ki je vsebinsko najpomembnejši, sem primerjal generatorje rasti balkanskih borznih trgov z le temi na novih finančnih trgih. Najprej sem predstavil splošne dejavnike, ki so: internacionalni finančni posredniki, državna politika in institucionalne reforme (liberalizacija), tehnološki napredek, spremembe v povpraševanju, privatizacija in pokojninske reforme, neposredne tuje naložbe in likvidnost trga. Nato sem predstavil generatorje rasti izbranih držav na Balkanu. Nadaljeval sem z analizo kvantitativnih dejavnikov dogajanja na borznih trgih izbranih držav, kjer sem države analiziral po velikosti

tržnih kapitalizacij in vrednosti prometa (likvidnost), katere sem primerjal z BDP. Predstavil sem tudi kazalnike P/E za posamezne trge, s katerimi se ocenjuje precenjenost oziroma podcenjenost borznih trgov.

V sklepu sem povzel najpomembnejše ugotovitve in predstavil ugotovitve kvantitativne analize.

## **1. FINANČNI TRGI**

Finančni trg predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Prva in osnovna funkcija finančnega trga je v učinkovitosti alociranja finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam (Prohaska, 2004, str. 9).

Denarni in kapitalski trgi so odločilni za učinkovitost in solventnost finančnih sistemov. Njihova končna funkcija je povečanje finančnih virov sredstev in omogočanje učinkovitejše rabe teh sredstev z namenom spodbujanja in pospeševanja gospodarske rasti. Raven razvitosti kapitalskih trgov je pomembna spremenljivka prilagodljivosti, s katero se finančni sistem lahko prilagaja notranjim in zunanjim spremembam ter ublaži šoke. Večja kot je globina sistema, večja je njegova stabilnost. Proces prestrukturiranja gospodarstva so lažji ob dobro razvitem in prilagodljivem finančnem sistemu. Z razvojem denarnega in kapitalskega trga se domači finančni sistem poveže z mednarodnim sistemom in s tem omogoča kapitalske tokove preko državnih meja. Za razvoj finančnih trgov je pomembna vloga vlade ali države. Monetarna in fiskalna politika sta pri tem pomembni, saj določata tempo in smer razvoja finančnih trgov. Investitorji so zelo občutljivi na politično in ekonomsko negotovost. Zato je kombinacija sektorske in makroekonomske politike, ki omogoča vzdrževanje politične stabilnosti, stabilno ekonomsko rast in nizko inflacijo, prvi pogoj za izpolnjevanje tistih pogojev, v okviru katerih je mogoče pospeševati harmoničen razvoj denarnih in kapitalskih trgov (Veselinovič, 1995, str. 30–32).

### **1.1 Novi finančni trgi**

Pojem novega finančnega trga je relativno nov, vendar se zelo pogosto uporablja. Ker je to izredno širok pojem, se ga ne da enoznačno definirati. Najboljše ga opiše citat: »Novi trgi predstavljajo glavno priložnost za rast v razvijajoči se svetovni gospodarski ureditvi« (David Arnold, John Quelch, 1998).

#### **1.1.1 Definicija novega finančnega trga**

Novi finančni trg je definiran kot gospodarstvo z nizkim do srednje visokim BDP na prebivalca. Ti trgi obsegajo 80 odstotkov svetovne populacije in predstavljajo 20 odstotkov svetovne ekonomije. Gospodarstva, ki spadajo med nove trge, so zelo različna po velikosti. Označena so kot novi trgi, saj se razvijajo in uvajajo reforme, kar pomeni, da se nahajajo v tranzicijskem obdobju. So v procesu preoblikovanja iz zaprtih v odprta gospodarstva in



krepijo odgovornost znotraj sistema. Kot novi trgi države uvajajo reforme v gospodarski sistem, ki jih vodijo v močnejši in odgovornejši položaj ter k boljši gospodarski uspešnosti in tudi k večji transparentnosti in učinkovitosti kapitalskega trga. Nova gospodarstva reformirajo tudi svoje sisteme menjalnih tečajev, ker stabilnejši lokalni tečaj gradi zaupanje v gospodarstvo, predvsem kadar investicije prihajajo iz tujine. Menjalni tečaji tudi zmanjšajo želje domačih investitorjev po naložbah v tujini. Poleg reform ponavadi razvijajoča se gospodarstva dobivajo pomoč in usmeritve iz večjih razvitih držav in tudi od različnih svetovnih organizacij, kot sta na primer Svetovna banka in Mednarodni denarni sklad.

Ključna naloga razvijajočih se držav je povečanje domačih in tujih investicij (portfeljske in neposredne). Povečanje investicij v državi pogosto kaže, da je država zgradila zaupanje v lokalno ekonomijo. Tuje investicije so znak, da svet zazna razvoj novega trga. S tem, ko mednarodni kapital nemoteno priteka neposredno v državo, količina investiranih tujih valut na lokalni trg poveča trgovanje na lokalni borzi in posledično vpliva tudi na dolgoročne investicije v infrastrukturo.

Za tuje investitorje oziroma za razvita gospodarstva, predstavljajo novi trgi možnost za širitev. V državah se poveča zaposlenost, delavske in managerske sposobnosti se razvijejo in pojavi se prenos tehnologije. Na dolgi rok se poveča raven proizvodnje, poveča se BDP in zmanjševati se začne razkorak med razvitimi in razvijajočimi gospodarstvi. Ker tranzicijski trgi niso stabilni, ponujajo možnosti za investitorje, ki so bolj nagnjeni k tveganju v svojih portfeljskih naložbah (Heakal, 2008).

### **1.1.2 Merila za opredelitev novega finančnega trga**

Za opredelitev novega finančnega trga obstaja veliko različnih meril, vendar sem se odločil za klasifikacijo Svetovne Banke, ki je postavila sledeče kriterije:

#### **Višina dohodka na prebivalca**

Svetovna Banka razdeli višino dohodka na prebivalca v naslednje štiri razrede: pod 755 USD = nizek, 755–2995 USD = spodnji srednji, 2995–9265 USD = zgornji srednji, nad 9265 USD = visok.

Pri uporabi BDP na prebivalca prihaja do nekaterih težav. Predvsem je težavno pridobivanje verodostojnih podatkov o prebivalstvu, zato ker je v teh državah prisoten velik obseg sive ekonomije. Prav tako se pojavljajo težave pri preračunavanju zaradi tečajnih razlik. Zaradi teh slabosti sem se odločil, da bom države analiziral tudi s pomočjo paritetne kupne moči v posameznih državah.

## Stopnja rasti BDP

BDP predstavlja po eni strani končni rezultat proizvodne dejavnosti rezidentskih proizvajalnih enot, po drugi pa seštevek vrednosti dobrin, namenjenih končni domači potrošnji in vrednosti salda blagovne menjave s tujino (Tavčar, 2005). Stopnja rasti nam pove, za koliko se je spremenil BDP v primerjavi s predhodnim letom.

## Stopnja razvoja

Stopnje razvoja so definirane s sledečimi kriteriji: stopnjo gospodarske odprtosti merjene s stopnjo deregulacije, privatizacijo državnih podjetij, carinskimi stopnjami in drugimi ovirami za trgovino; velikostjo trga (gledano z vidika dobrin – avtomobili, telefoni, druge dobrine); stanjem finančnega trga – obstoj, velikost in koncentracija na borznem trgu; gospodarsko in politično stabilnostjo (Olsson, 2002, str. 148).

Iz teh meril lahko povzamemo, da so novi trgi tisti, ki so začeli rasti, vendar še niso dosegli stopnje zrelosti razvoja in imajo pomemben potencial za gospodarsko ali politično spremenljivost. Novi trgi so v fazi rasti razvojnega cikla in so občutljivi na notranje in zunanje sile, ki jih delajo nestabilne.

Tabela 1: Kvantitativna merila izbranih novih finančnih trgov - BDP na prebivalca

| Država     | BDP na prebivalca 2006 (USD) | BDP na prebivalca 2007 (USD) | BDP na prebivalca PPP 2006 (USD) | BDP na prebivalca PPP 2007 (USD) | Klasifikacija Svetovne Banke |
|------------|------------------------------|------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------------|
| Brazilija  | 4.369                        | 6.938                        | 8.949                            | 9.695                            | zg. srednji                  |
| Mehika     | 6.937                        | 8.479                        | 12.177                           | 12.775                           | zg. srednji                  |
| Kitajska   | 1.556                        | 2.461                        | 4.644                            | 5.292                            | sp. srednji                  |
| Indija     | 725                          | 978                          | 2.469                            | 2.659                            | nizek                        |
| Rusija     | 6.143                        | 9.075                        | 13.116                           | 14.692                           | zg. srednji                  |
| Turčija    | 5.041                        | 9.629                        | 8.417                            | 12.888                           | zg. srednji                  |
| Hrvaška    | 8.422                        | 11.576                       | 14.310                           | 15.549                           | zg. srednji                  |
| BIH        | 2.581                        | 3.712                        | 6.489                            | 6.964                            | sp. srednji                  |
| Srbija     | 3.383                        | 5.596                        | 9.434                            | 10.375                           | zg. srednji                  |
| Makedonija | 2.528                        | 3.659                        | 7.852                            | 8.468                            | sp. srednji                  |

Vir: List of countries by GDP per capita (IMF), 2007; List of countries by GDP per capita (PPP), 2007.

Tabela 1 prikazuje kvantitativna merila izbranih novih trgov v izbranih državah, in sicer vrednosti nominalnega BDP in BDP po paritetni kupni moči. Podatki kažejo, da je imela največji nominalni BDP na prebivalca v letu 2006 Hrvaška (8.422 USD), najmanjšega pa Indija (725 USD). BDP na prebivalca ostalih držav se je gibal med 7.000 (Mehika) in 1.500 USD (Kitajska). V letu 2007 so vse države dosegle rast BDP. Največjo rast je zopet zabeležila Hrvaška (11.576 USD) in najnižjo Indija (978 USD).

Po paritetni kupni moči je imela največji BDP na prebivalca v letu 2006 Hrvaška, najnižjega pa Indija (2.479 USD). V letu 2007 je prav tako prednjačila Hrvaška (15.549 USD), najnižjega pa je imela ponovno Indija (2.659 USD). Po klasifikaciji Svetovne banke sodi le Indija v razred z nizkim BDP na prebivalca, Kitajska, BIH in Makedonija v spodnji srednji, preostalih šest držav pa v zgornji srednji razred.

Tabela 2: Kvantitativna merila izbranih novih finančnih trgov - realna stopnja rasti

| Država     | Realna st. rasti BDP 2006 (%) | Realna st. rasti BDP 2007 (%) |
|------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Brazilija  | 3,7                           | 4,4                           |
| Mehika     | 4,8                           | 2,9                           |
| Kitajska   | 11,1                          | 11,5                          |
| Indija     | 9,7                           | 8,9                           |
| Rusija     | 6,7                           | 7,0                           |
| Turčija    | 6,1                           | 5,0                           |
| Hrvaška    | 4,8                           | 5,6                           |
| BIH        | 6,2                           | 6,1                           |
| Srbija     | 5,7                           | 7,5                           |
| Makedonija | 3,8                           | 4,1                           |

Vir: World Economic Outlook, okt 2007, str. 84, 86, 89; Dlesk, Balkanski trgi, 2008, str. 4.

Tabela 2 prikazuje kvantitativna merila novih trgov v izbranih državah glede na realno stopnjo rasti. V letu 2006 je dosegla najvišjo realno stopnjo rasti Kitajska, in sicer je znašala kar 11,1 %, najnižjo pa Makedonija, le 3,8 %. V letu 2007 je večina držav obdržala visoko stopnjo rasti, nekatere še višjo kot v predhodnem letu, le Mehika in Turčija sta zabeležili nižjo realno stopnjo rasti v primerjavi s predhodnim letom.

### 1.1.3 Značilnosti novih trgov

V nadaljevanju sem povzel glavne značilnosti novih trgov, ki najboljše predstavijo njihove lastnosti. Predstavljene značilnosti so naravne, socialne, gospodarske in politične.

#### Naravne značilnosti :

- geografske – velikost države, dostopnost oziroma oddaljenost od razvitih trgov,
- odvisnost od vremenskih pojavov (npr. monsunsko deževje, El nino),
- občutljivost na naravne nesreče (potresi, poplave),
- slaba infrastruktura (transport, javni sektor),
- odvisnost od agrarnih pridelkov in osnovnih dobrin.

### **Socialne značilnosti :**

- jezik,
- državna ureditev,
- vera,
- rast prebivalstva (neenakomerna starostna porazdelitev),
- slabe zdravstvene razmere,
- nizka stopnja izobrazbe.

### **Gospodarske značilnosti :**

- neenakomerna porazdelitev dohodka,
- regulirano gospodarstvo – uravnavane cene,
- odvisnost od primarnega uvoza ali turizma ali tuje pomoči v mednarodni menjavi,
- zaščiteni domači trgi,
- podpora Mednarodnega denarnega sklada in Svetovne banke,
- visoka brezposelnost,
- slabi podatki – pomanjkanje transparentnosti,
- nizek promet na borzi, oziroma borza brez prometa,
- malo velikih konglomeratov deluje v več različnih sektorjih,
- pogosto izogibanje davkom,
- »dolarizacija« – uporaba dolarja namesto lokalne valute,
- zadolževanje države in privatnega sektorja v tuji valuti.

### **Politične značilnosti :**

- pogoste spremembe v vladi,
- demokratične vendar nesvobodne volitve,
- večstrankarska vlada,
- zapuščina iz preteklosti – kolonizirana država oziroma pod vplivom komunizma,
- velika možnost za padec vlade,
- klientelizem,
- korupcija,
- nadzor medijev,
- močan vpliv vojske,
- pomanjkanje zakonov in pravnih podlag,
- možnost vojaškega spopada,
- veliko nepremišljenih in škodljivih uredb.

Posledice zgoraj naštetih dejavnikov so šibko in ranljivo gospodarstvo, ki ima sledeče lastnosti: slabo razvit finančni sistem – vključno s podkapitaliziranimi bankami, občasna likvidnost, plitek trg oziroma trg vrednostnih papirjev ne obstaja (če obstaja, so to večinoma državne obveznice), nestanovitnost cen, pomanjkanje stabilne valute, visok deficit v proračunu in trgovinski bilanci države, inflacija, včasih hiperinflacija in devalvacija oziroma različni pritiski na domačo valuto (špekulativni napadi). Vsi ti dejavniki vodijo v ranljivost države k nenadnim spremembam deviznih tečajev, obrestnih mer, cen proizvodov, povpraševanju po izvozu proizvodov, ki ga poslabšajo lahko še vremenski vplivi in naravne katastrofe (Olsson, 2002, str. 149–150).

#### 1.1.4 Dejstva in številke

Za boljšo predstavo sem prikazal delež novih trgov v primerjavi z razvitimi trgi.

*Tabela 3: Delež novih trgov v svetovnem merilu*

| Dejavnik                  | Delež v % |
|---------------------------|-----------|
| Prebivalstvo              | 83        |
| Površina                  | 77        |
| Proizvodnja dobrin        | 63        |
| BDP                       | 23        |
| Tržna kapitalizacija borz | 15        |

*Vir: C. Olsson, Risk Management in Emerging Markets, 2002, str. 160.*

Tabela 2 prikazuje pet dejavnikov, in sicer prebivalstvo razvijajočih držav predstavlja 83 % svetovne populacije, ki pokriva 77 % Zemlje. V razvijajočih državah se proizvede 63 % vseh proizvedenih dobrin na svetu. Le te predstavljajo le 23 % svetovnega BDP in samo 15 % svetovne tržne kapitalizacije.

## 2. NOVI TRGI

### 2.1 Latinska Amerika

Dogajanje v Latinski Ameriki obsega poglobljanje povezav med demokratično vlado in javnimi financami, pojavljanjem privatnih pokojninskih skladov in njihov pozitivni vpliv na finančni razvoj, vpliv multinacionalnih korporacij na področju telekomunikacij, trgovinska komplementarnost in konkuriranje Indiji in Kitajski.

Fiskalna politika je eno od ključnih razvojnih vprašanj Latinske Amerike. Latinska Amerika ima večjo neenakost med prebivalci kot katerakoli druga regija na svetu. Blizu 40 odstotkov oziroma več kot 200 milijonov ljudi živi v revščini, kar predstavlja velik izziv za vlade v boju proti revščini in posledično možnosti za stabilno gospodarsko rast in razvoj. Fiskalne reforme so naredile pomemben napredek, kjer se vlade trudijo izboljšati fiskalno učinkovitost in socialno-ekonomsko učinkovitost. Skušajo nadzorovati javni dolg, upoštevati nove

transparentne zakone glede javnih financ in povečati stopnjo transparentnosti. Posledice teh ukrepov so: stabilno in predvidljivo gospodarsko okolje zahvaljujoč nižji inflaciji, bolj zdrave javne finance, boljše upravljanje dolga in nižje premije za tveganje.

Latinska Amerika vodi v razvoju pokojninskih reform. Prav pokojninske reforme so povečale lokalne prihranke, ki so na ta način zagotovili stabilni domači vir financ in omogočili razvoj lokalnih kapitalskih trgov. Ti so s prilivi kapitala poglobili borzni trg in povečali likvidnost kotirajočih vrednostnih papirjev. Veliko je k temu pripomogla tudi regulacija kapitalskih trgov. Povečan obseg trgovanja je prinesla tudi modernizacija trgovalnega sistema, ko so vpeljali elektronsko trgovanje. Vzpon Kitajske in Indije v svetovni ekonomiji je imel tudi pomemben vpliv tudi na Latinsko Ameriko. Obe gospodarski velesili sta prekosili Latinsko Ameriko na vseh področjih, stopnji rasti, izvozu in neposrednih tujih investicijah. Pomembno dejstvo je, da je hitra rast Kitajske in Indije odprla izvozne priložnosti za latinskoameriške države, še posebej za osnovne dobrine, kot so nafta, različne rude in kmetijske pridelke (Latin American Economic Outlook, 2008, str. 30).

Zadnjih pet let ekonomske rasti je Latinski Ameriki prineslo ekonomsko stabilnost, kar je bilo za predhodna leta neznačilno, ker so jo zaznamovale finančne krize. Stabilnost, ki je povezana z globalno gospodarsko rastjo, je pritegnila tudi veliko tujega kapitala. Večina kapitalskih trgov v Latinski Ameriki je močno zrasla, vendar povpraševanje po lastniških vrednostnih papirjih prihaja s strani lokalnih in tujih investitorjev. Kljub temu, da je bila na borznih trgih pozitivna rast, ti trgi, razen Brazilije, niso uspeli zagotoviti zadostne likvidnosti, da bi vzdrževali zdravi borzni trg. Likvidnost trga je v Latinski Ameriki v primerjavi z razvitimi OECD (*angl. Organization for Economic Cooperation and Development*) državami in tudi drugimi vzhajajočimi trgi relativno nizka.

Pretekli ekonomski razvoj je sovpadal z rastjo borznih trgov in je bil osnova za povečano prisotnost institucionalnih investitorjev. Le ti upravljajo pomemben delež in imajo velik vpliv na razvoj kapitalskih trgov. Institucionalni investitorji imajo pomembno vlogo pri rasti borznih trgov, a so kljub svoji majhnosti med najvplivnejši malimi investitorji znotraj podjetij. Med institucionalnimi investitorji imajo na večini trgov najpomembnejšo vlogo pokojninski skladi, razen v Braziliji, kjer je večji delež v rokah delniških družb (Financial Market Trends, 2007, str. 13–15).

### **2.1.1 Mehika**

Mehika je v preteklih desetih letih naredila velik korak k makroekonomski stabilnosti in izvedla široko paleto strukturnih reform tako, da je liberalizirala gospodarstvo, ga odprla mednarodni trgovini, tujim investicijam in razvila finančni sektor. Mehiški finančni sektor je od leta 1994/95 močno zrasel in se okrepil. Prvemu valu je sledila privatizacija in tuji nakupi, drugi val pa je predstavljal konsolidacijo preko tujega kapitala, po omejitvah na tuja lastništva domačih bank. Trenutno je v Mehiki v tuji lasti 85 odstotkov domačih bank. Tudi nebančni

finančni posredniki imajo pomembno vlogo. Najpomembnejši so pokojninski skladi, zavarovalnice in banke, ki so usmerjene v zagotavljanje stanovanjskih kreditov.

Mehika ima precej visoko razvit finančni trg. Bolsa Mexicana predstavlja drugo največjo borzo v Latinski Ameriki, takoj za brazilsko Bovespa v Sao Paulu.

V Mehiki so se osredotočili predvsem na javne finance. Osnove imajo urejene, vendar se preveč zanašajo na negotove prihodke iz naslova nafte. Nujno morajo povečati javno porabo, ki mora biti podprta z davčno reformo, ki bi omogočila podporo osnovnih potreb države.

Mehika je naredila pomemben napredek k zmanjšanju ovir za vstop neposrednih tujih investicij, zlasti na področju infrastrukture – telekomunikacije, transport (cestni, ladijski in letalski). Proces reform, ki se je upočasnil v preteklih letih, bodo morali pospešiti z nadaljnjim odpiranjem gospodarstva, da bodo lahko kar največ pridobili iz mednarodnih integracij in uporabila komplementarne ukrepe, ki bodo izboljšali infrastrukturo, podjetniško okolje in izboljšali možnosti delavcev za produktivnejše poklice. Proces se je odvijal preko strukturnih sprememb v proizvodnem sektorju in se postopoma preusmerjal v specializacijo v srednje in visoko tehnološke proizvode (Economic Survey of Mexico, 2007, str. 2).

Mehika se sooča s hudo konkurenco iz Azije (predvsem Kitajska) in tudi iz Amerike. Prav tako pa ji daje gospodarska prožnost in geostrateški položaj v bližini ZDA veliko prednost. Kljub vsem oviram, ki nastajajo pri tujih neposrednih investicijah in rastoči konkurenci drugih nizkstroškovnih proizvajalcev, posebno Kitajski, Mehika nadaljuje s privabljanjem (skupaj z Brazilijo) kapitala – zabeležili so tretje najvišje neposredne tuje investicije na svetu, takoj za Kitajsko in Hong Kongom.

Mehika je najbolj privlačna med latinskoameriškimi državami, v prvi vrsti zaradi NAFTE (*angl. North American Free Trade Agreement*), ki je pripeljala do izboljšanja zakonov. Prav tako ima pomemben dostop do ameriškega trga. Po drugi strani je zvišanje cene delovne sile in nizka produktivnost oslabila izvozno konkurenčnost, zato so nekatera podjetja preselila tovarne na Kitajsko oziroma v Azijo (Foreign Direct Investments in Emerging Markets, 2003, str. 33).

#### **2.1.1.1 MEXBOL indeks**

MEXBOL indeks je pokazatelj za različna odstopanja na trgu, ker predstavlja točno aktivnost na trgu, ki je zagotovljena z izbiro glavnih delnic. Struktura indeksa kaže tudi dinamiko ravni kapitalizacije. Indeks je bil osnovan leta 1978. Indeks je sestavljen po kriterijih vrednosti prometa, vrednosti tržne kapitalizacije in drugih omejitev (Mehiška borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjih dveh letih sta predstavljena v Prilogi 1 in 2. Na dan 31. 12. 2007 je bil indeks sestavljen iz 35 reprezentativnih delnic. Za prikaz sem izbral samo delnice z največjimi deleži v indeksu. Indeks je sestavljen iz delnic podjetij iz različnih panog, največ jih je (po tri podjetja) iz panoge telekomunikacij in financ, nato si sledijo storitve/trgovina, surovine. V danem časovnem intervalu lahko iz grafa razberemo rastoči trend.

### **2.1.2 Brazilija**

Finančni sektor raste zahvaljujoč nižjim obrestnim meram in makroekonomski stabilnosti. Brazilija izboljšuje svoje rezultate, kar se kaže v višji ekonomski rasti, višanju BDP na prebivalca, povečevanju prihrankov in potencialu za hiter razvoj domačega kapitalskega trga. Tuji nakupi pomagajo razvijati domači kapitalski trg in povečujejo konkurenco na domačem trgu, kar vodi k znižanju obrestnih mer in tako do višje srednjeročne rasti. V Braziliji je priliv tujega kapitala pomagal dvigniti borzne tečaje do rekordnih višin. Banke še vedno držijo visoke obrestne mere, ki preprečujejo oziroma zmanjšujejo odliv kapitala. Domača ekonomija kaže ponovno moč in boljšo zunanjo pozicijo, ker so zmanjšali zunanji dolg in imajo presežek.

Brazilija še vedno velja za zaupanja vredno investicijsko okolje, ker so zagotovili zdravo monetarno politiko in stabilno politično okolje. Še vedno pa jih čakajo: prenova davčnega sistema, trga delovne sile, finančnega trga in investicije v infrastrukturo. Napoved dolgoročne gospodarske stabilnosti, rasti in znižanje obrestnih mer (nižji stroški kapitala) so pripeljali do nepričakovane aktivnosti finančnega trga. Rast pripisujejo zmanjševanju javnega dolga in izboljšanju pozicije v svetu. Nižje deželno tveganje je pritegnilo velik priliv neposrednih tujih investicij, znižanje obrestnih mer pa tudi domačih investicij (Jaeger, 2007, str. 1).

#### **2.1.2.1 IBOVESPA indeks**

IBOVESPA indeks je glavni indikator za dogajanje na brazilski borzi. IBOVESPA predstavlja reprezentativni indeks za trgovanje z najbolj prometnimi delnicami. Indeks je bil osnovan leta 1968 (Borza Sao Paolo, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 3 in 4. Na dan 31.12.2007 je bil indeks sestavljen iz 64 delnic. Za prikaz sem izbral samo delnice z največjimi deleži v indeksu. Indeks je sestavljen iz delnic podjetij iz različnih panog, največ jih je iz panoge energetike in financ, nato si sledijo surovine, storitve/trgovina. Tudi pri IBOVESPI lahko opazimo v danem časovnem intervalu rastoči trend.



## 2.2 Azija

Gospodarska upočasnitev bo le znatno vplivala na rast azijskega trga, zaradi moči Kitajske in Indije, ki raste zaradi povečevanja domačega povpraševanja (energija, surovine in kmetijski pridelki). Vendar Azije ne predstavljata samo Kitajska in Indija, gospodarstva rastejo skoraj v celotni Aziji in so danes precej boljše zavarovana pred različnimi šoki kot v preteklosti. Čeprav je še vedno prisotno veliko politično in varnostno tveganje, se napovedujejo tudi negativni demografski trendi (staranje prebivalstva). Države so osredotočene predvsem na ponudbo delovne sile in kapitala, da bi zadovoljile visoko stopnjo povpraševanja. V nekaterih državah se gospodarstva razvijajo kljub vojaškim grožnjam in politični nestabilnosti ter ohranjajo visoke stopnje rasti.

Tudi zadolženost Azije ni zaskrbljujoča, ker ni prezadolžena. Povečala je tuje rezerve, menjalni tečajji niso v nevarnosti, da bi se znižali, pravzaprav rastejo. Borzni indeksi so na zgodovinsko povprečnih ravneh oziroma so podcenjeni, tako da Azija predstavlja dobro priložnost za investiranje (Walter, 2007, str. 2).

Glavni dejavniki gospodarske rasti v Aziji so: velika populacija (ogromno delovne sile) in ogromen potencialni trg, občutno povečanje kvalitete delovne sile, visoke domače investicije, priliv iz naslova neposrednih tujih investicij in večja integracija na področju trgovanja s preostalim svetom (Trinh, 2006, str. 8).

### 2.2.1 Kitajska

Kitajska ima še vedno precej težav v finančnem sistemu. Največja težava je, da je finančni sistem še vedno neuravnotežen in premalo razvit. Prav tako ima Kitajska težave v slabi podpori državnih institucij, zelo problematičen je pravni sistem. Bančni sistem je neučinkovit in izjemno občutljiv. Razmere so se začele stabilizirati in izboljševati z vstopom Kitajske v Svetovno trgovinsko organizacijo. Kljub temu je še vedno največja grožnja Kitajski makroekonomski stabilnosti in dolgoročni gospodarski rasti ravno občutljivost bančnega sektorja. Rešitev so poiskali v iskanju tujih strateških partnerjev, ki bodo pomagali k modernizaciji in prestrukturiranju bančnega sektorja. Tuje finančne institucije privlačijo predvsem visoka gospodarska rast in velik tržni potencial. Kitajska vlada odpira in ureja sektor bančništva, da bi čim prej stabilizirala sistem in zagotovila trdne temelje za nadaljnjo rast (Jahangir, 2006, str. 66).

Kitajska ima precej oster kapitalski nadzor, ker želi zaščititi svoj precej krhek finančni sistem. Kapitalski nadzor lahko podpira tudi domačo politiko represije, ki zagotavlja, da so domači prihranki uporabljeni za financiranje državnega proračuna. Vendar kitajska vlada vseeno vztraja na večji tržni integraciji in postopni kapitalski liberalizaciji (Jahangir, 2006, str. 196).

Kljub zaskrbljenosti, da bi se hitro rastoča ekonomija začela pregrevati, IIF (*angl. Institute of International Finance*) napoveduje Kitajski močno rast, zahvaljujoč gospodarski politiki in

postopnemu uvajanju korekcijskih ukrepov. Po skoraj 11 odstotni rasti IIF predlaga, da bi morala država strožje ukrepati glede stabilizacije gospodarstva. Prav tako so potrdili, da je oblast neprilavljena na spremembe menjalnih tečajev, kot gospodarske politike (Annual Report 2007, str. 9).

Pričakuje se povečanje združitvev in nakupov, predvsem v času, ko se bo sprostil privatizacijski val. Investitorji v servisnih dejavnostih, telekomunikacijah in trgovini, vidijo še velik potencial za rast. Prav tako je za investitorje zanimiv infrastrukturni sektor. Najbolj pereč problem predstavljajo kršitve intelektualnih pravic. Nekateri investitorji, še posebej v kapitalno intenzivnih panogah, poudarjajo, da so stroški kapitala velika omejitev, ker ni možno zbrati poceni lokalnega kapitala (Foreign Direct Investments in Emerging Market Countries, 2003, str. 35).

Med neposrednimi tujimi investicijami v Aziji na kratek rok prevladujejo investicije na Kitajsko. Zaradi velikosti domačega trga, dobrih napovedi gospodarske rasti in stroškovne konkurenčnosti, številna tuja podjetja investirajo in predstavljajo svoje proizvodne zmogljivosti na Kitajsko. Razvoj gre pripisati izboljšanju političnih razmer, med najpomembnejšimi pa je pristop v Svetovno trgovinsko organizacijo.

#### **2.2.1.1 SSE 180 indeks**

SSE 180 indeks je naslednik indeksa SSE 30. SSE je merilo za dogajanje na Šanghajski borzi in služi kot pokazatelj poslovanja in osnova za finančne inovacije. Indeks je sestavljen po kriterijih vrste industrije, velikosti podjetij in likvidnosti. Indeks predstavlja 180 podjetij na listi. Indeks se je leta 2002 preoblikoval iz SSE 30 v SSE 180 (Šanghajska borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 5 in 6. Zaradi velikega števila delnic v sestavi indeksa, sem v tabeli zbral le tiste, ki imajo največji delež v sestavi. Indeks je sestavljen iz delnic podjetij iz različnih panog, največ jih je iz panoge energetike in financ, nato si sledijo surovine, storitve/trgovina. Iz grafa lahko v danem časovnem intervalu razberemo rastoči trend indeksa.

#### **2.2.2 Indija**

Finančni sistem v Indiji je bil veliko let nadzorovan s strani države, kjer še vedno prevladujejo banke v državni lasti. Indija je doživela veliko presenetljivih sprememb. Ekonomsko se je gospodarska rast pospešila, politično se je spremenila iz enostrankarske prevlade v dvostrankarsko. Pojavljajo se velike razlike glede razvitosti posameznih regij znotraj Indije, kjer imajo bolj razvite regije precej več avtonomije glede gospodarskih odločitev (Schaffer, 2005, str. 3)

Indija ima relativno dobro razvit kapitalski trg. Glavna varovalna sistema v indijski ekonomiji sta bila industrijsko licenciranje in popoln nadzor nad obrestnimi merami. Indijski kapitalski trg je doživel radikalne spremembe v zadnjem desetletju. Tržna infrastruktura in upravljanje podjetij sta močno napredovala, hitreje kot na kateremkoli drugem vzhajajočem trgu. Vendar so kljub temu indijski kapitalski trgi plitki in bodo morali vpeljati še veliko reform, da se bodo približali ostalim državam. Strm vzpon indijskega borznega trga po letu 2003 gre pripisati predvsem izboljšanju makroekonomskih temeljev (Jahangir, 2006, str. 6).

Liberalizacija kapitalskih tokov je prinesla tudi nekatere slabosti. To so: tveganje apreciacije realnega deviznega tečaja, tveganje obrata kapitalskih tokov in inflacija. Monetarna in finančna integracija bosta morali sovpadati z integracijo južne in vzhodne Azije in tako bo Indija dobila možnost, da se razvije v močan regionalni finančni center. Reforme finančnega sektorja so bile ključnega pomena. Bančne reforme so občutno izboljšale ekonomske razmere in pomembno prispevale k povečevanju gospodarske rasti. Kljub temu morajo narediti še veliko na področju informacijske infrastrukture, znižanju posredniških stroškov in razširiti dostop do bančnih storitev, predvsem v ruralnih območjih. Strokovnjaki menijo, da privatizacija bank ni nujno potrebna za reforme. Prezgodnji prenos lastništva na managerje, ki so močno nagnjeni h korupciji, lahko povzročijo resne težave bančnemu sektorju (Jahangir, 2006, str. 173).

Večina investorjev priznava Indijo za obetajoč trg. Potencial je ogromen, vendar morajo na področju gospodarskega okolja narediti še veliko sprememb. Največje težave se pojavljajo pri birokraciji in regulatornih vprašanjih – zapleten davčni sistem, slaba infrastruktura (elektrika, oskrba z vodo in transport). Pravni sistem imajo relativno dobro urejen, vendar so procesi dolgi in dragi. Najbolj perspektivni panogi sta računalništvo-programiranje in telekomunikacije, medtem ko na ostalih področjih pričakujejo stabilen trend (Foreign Direct Investments in Emerging Market Countries, 2003, str. 34–35).

Široko zastavljena gospodarska ekspanzija je vzdrževala visoko rast, vendar se zaradi inflacije, ki jo povzroča cena nafte, pojavlja povečanje deficita tekočega računa plačilne bilance. Presežno povpraševanje je zahtevalo poseg centralne banke v zaostrovanje politike, ki je prinesla povečanje obrestnih mer in povečanje rezerv. S temi ukrepi naj bi zagotovili nadaljnjo rast (Annual Report 2007, 2007, str. 9).

#### **2.2.2.1 SENSEX 30 indeks**

Indeks je bil osnovan leta 1986. SENSEX je košarica 30 reprezentativnih delnic, katerih kriteriji so velikost podjetij in likvidnost. SENSEX je indikator za dogajanje na indijskem borznem trgu. Kot najstarejši indeks v Indiji daje informacije za dolgo časovno vrsto in je postal eden izmed indijskih vodilnih reprezentativnih indeksov (Bombajska borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 7 in 8. V prilogi sem navedel le tiste delnice z največjimi deleži v indeksu. Indeks je sestavljen iz delnic podjetij iz različnih panog, največ jih je iz panoge energetike in financ, nato si sledijo surovine, storitve/trgovina. Iz grafa lahko razberemo v danem časovnem intervalu rastoči trend.

## **2.3 Vzhodna Evropa**

Med nove finančne trge v Evropi sodi predvsem Vzhodna Evropa. Osredotočil sem se na Rusijo in Turčijo, ker predstavljata med vzhodnoevropskimi državami dobre priložnosti za investiranje.

Evropski novi trgi so bolj napredovali kot ostali, glede na institucionalne dimenzije: imajo demokracijo, urejen pravni sistem, zaščitene intelektualne lastninske pravice, kvalitetno regulativo in usmerjen razvoj finančnega sektorja.

### **2.3.1 Rusija**

Ruska ekonomija je v zadnjih desetih letih rasla v povprečju za 6 % letno. Največje bogastvo Rusije so človeški viri, vendar imajo zelo slabo infrastrukturo in razpadajoč kapitalski trg, ki je potreben velikih investicij. Razvoj finančnega trga je ključnega pomena, še posebej se kažejo potrebe po poglobitvi trga in večji učinkovitosti. Kljub temu je ruski finančni sektor naglo rasel. Uvedli so pomembne reforme, najpomembnejše na področju konsolidacije, razpršitve baze investorjev in obvladovanja tveganj.

Za zagotavljanje primerne rasti je ruska vlada sprožila projekte (financirane s strani države) z namenom, da bi spodbudila investicije. Odprtost trgovine je tudi eden izmed pomembnih generatorjev rasti, ki pa v tem primeru ni pretirano visoka. Prav tako ovirajo rast tudi šibke institucije in počasno uvajanje reform. Globok in učinkovit trg je pogoj za izboljšanje alokacije kapitala, posledično generatorja rasti. Poglobljanje trga je ključno za razvoj majhnih in srednje velikih podjetij, katerim primanjkuje sredstev za investicijske projekte. Bolj učinkovit finančni trg bi lahko pripomogel k diverzifikaciji ruske ekonomije, še posebej razpršitev prihrankov v različne sektorje (Moser, 2007, str. 1).

Dejavniki, na katere mora Rusija še posebej paziti, so: odpiranje gospodarstva, neučinkovite institucije in počasne strukturne reforme, odvisnost trga od gibanja cene nafte in povečevanje investicij za ohranjanje gospodarske rasti. Bančna reforma in liberalizacija obrestnih mer narekujeta globalizacijo ruskega finančnega trga. Rusija je občutno vezana na nafto in spremembe na trgu nafte narekujejo obnašanje ruske ekonomije in vplivajo tudi na finančni trg. Za finančno liberalizacijo je značilna bančna reforma in liberalizacija obrestnih mer in razvoj obvezniškega trga ter nebančnih finančnih institucij (Hayo, 2004, str. 13).

### **2.3.1.1 RTS indeks**

RTS indeks je bil prvič objavljen 2005. Sestavljen je iz 50 delnic največjih podjetij (Ruska borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 9 in 10. V prilogi sem navedel le delnice z največjim deležem v indeksu. Indeks je sestavljen iz delnic podjetij iz različnih panog, največ jih je iz panoge energetike in surovin. Na grafu lahko vidimo v danem časovnem intervalu rastoči trend.

### **2.3.2 Turčija**

Proces liberalizacije in odpiranje trgovine s tujino in kapitalskih trgov se je začel, ko je Turčija zapadla v težave z zunanjim dolgom ob koncu 1970-ih let. Stabilizacijski program se je začel uvajati pod nadzorom Mednarodnega denarnega sklada. Mednarodna trgovina je bila sproščena v zgodnjih 1980-ih in nato z nadaljnjim procesom pridružitve carinski uniji z EU leta 1996. Finančna deregulacija se je začela leta 1981, ko je bil odpravljen nadzor obrestnih mer. Leta 1984 je bila liberalizirana mednarodna menjava. Dve leti kasneje je bila ponovno odprta Istanbulska borza. Prelomnico za finančno liberalizacijo je pomenila odprava nadzora kapitalskih tokov in tako je turška denarna enota postala konvertibilna (Tulay, 1998, str. 2).

Korelacija med liberalizacijo in mobilnostjo kapitala je visoka. V preteklih letih so bili najpomembnejši kratkoročni kapitalski tokovi. Kljub temu tuj kapital ni zagotovil pomembnega in zanesljivega vira sredstev.

Postopne izboljšave finančnega prestrukturiranja, ki so izboljšale pogoje v Turčiji so: zmanjšanje koeficienta zunanjega dolga na 60 % maastrichtskega kriterija, konsolidacija bančnega sektorja, zmanjšanje lastniškega deleža državne v bankah, povečanje števila prevzemov in združitvev podjetij, zmanjšanje finančnega tveganja na razumno stopnjo, strožji nadzor neodvisnih regulatornih institucij, izboljšana transparentnost in dobičkonosnost, konsolidirana lastniška struktura in strožji zakoni in približevanje mednarodnim standardom (Tulay, 1998, str. 4).

#### **2.3.2.1 XU 100 indeks**

XU 100 – National All-Shares index so začeli izračunavati leta 1997. Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 11 in 12. V prilogi sem navedel le delnice z največjim deležem v indeksu. Indeks je sestavljen iz delnic podjetij iz različnih panog, največ jih je iz panoge energetike in financ. Tudi pri tem indeksu se v danem časovnem obdobju pojavlja rastoči trend.

## **2.4 Balkanske države**

Balkan ima precej kratko zgodovino razvoja borznih trgov. Nekatere borze so sicer obstajale že v začetku prejšnjega stoletja, vendar jih je uvedba socialističnega upravljanja odstranila, tako da so oživele šele po razpadu Jugoslavije. Borzni preporod na Balkanu se je začel intenzivno prebujati šele po letu 1995, odvisno od politične in gospodarske situacije v posamezni državi.

Gospodarstva bivše Jugoslavije so bolj ali manj že prešla prvo fazo makroekonomske stabilizacije, ki jo določajo umiritev inflacije in znaki oživljanja gospodarske rasti. Poudarek v prihodnosti dajejo predvsem na institucionalni ureditvi razmer. Povečan obseg zunanje trgovine in navzočnost tujega kapitala bosta določila intenzivnost strukturnih reform v privatizaciji, tržni liberalizaciji in reformah bančno-finančnega sektorja (Jazbec, 2001, str. 64).

### **2.4.1 Hrvaška**

Privatizacija v Republiki Hrvaški se je začela še v nekdanji Jugoslaviji v skladu z ekonomskimi reformami Anteja Markoviča v letu 1989. Ta model privatizacije je močno privilegiral notranji odkup podjetij s strani managerjev in zaposlenih, ki so lahko sami pripravili plan in potek odkupa družbenega premoženja in so imeli pri tem posebne ugodnosti. Pri tem je bilo točno predpisano, kakšen delež podjetja lahko odkupijo managerji in zaposleni pod ugodnejšimi pogoji, v kakšnem času morajo plačati kupljene delnice in da se z delnicami, ki niso bile plačane v celoti, ne sme trgovati. Preostanek delnic, ki niso bile prodane preko notranjega odkupa, je bil ponujen na javnih dražbah domačim in tujim institucionalnim vlagateljem. Po tem modelu se je privatizirala le peščica podjetij (Barrett, 2004, str. 6).

Hrvaška svoje gospodarstvo čedalje bolj odpira. Postala je članica Svetovne trgovinske organizacije, 1. 1. 2002 je stopil v veljavo stabilizacijsko-asociacijski sporazum z EU, marca 2003 je postala članica CEFTE in vlada je leta 2003 uradno zaprosila za članstvo v EU. Tuji vlagatelji skrbno spremljajo napredek Hrvaške pri pogajanjih z EU. Poročila kažejo, da je Hrvaška na dobri poti, da izpolni zahtevane pogoje, zato se pričakuje, da bo Hrvaška vstopila v EU leta 2010.

Hrvaška sklepa tudi prostotrgovinske sporazume z državami jugovzhodne Evrope. Z vključevanjem v svetovne in evropske integracijske tokove, prilagajanjem zakonodaje evropski, uspešno privatizacijo, izvajanjem strukturnih reform, izboljšanim političnim in gospodarskim okoljem ter urejanjem razmer v regiji, je postala Hrvaška privlačna država za tuje naložbe (Žlogar, 2004).

Hrvaška je šla skozi liberalizacijo, privatizacijo in mnoge institucionalne spremembe. Na Hrvaškem so kapitalski tokovi povzročili pomembno bančno reformo in tudi razvoj trga

obveznic in nebančnih finančnih institucij, ki so s preoblikovanjem dosegla presenetljivo stabilnost (Vizek, 2005, str. 632).

Hrvaška med prednostnimi vlaganji navaja geostrateški položaj oziroma dostop do trgov nekdanje Jugoslavije, izobraženo delovno silo ter usmerjenost v EU, medtem ko se težave pojavljajo pri tujih vlagateljih glede zemljiških knjig, dolgih administrativnih postopkov in vpletanjem politike ter lokalnih interesov v privatizacijo. Največji vlagatelji prihajajo iz Avstrije, Nemčije, ZDA in Italije (Žlogar, 2004).

Pozitivno dogajanje na hrvaškem trgu se zrcali v obširnih infrastrukturnih načrtih, procesu privatizacije podjetij in pritoku tujega kapitala. Pojavljajo se tudi slabe lastnosti, kot so visoka zadolženost, nizka gospodarska rast v primerjavi z regijo in visoka inflacija.

#### **2.4.1.1 CROBEX indeks**

CROBEX indeks je uradni reprezentativni indeks Zagrebške borze in se je začel objavljati leta 1997. Je tehtan indeks, pri čemer je najvišji delež posamezne delnice omejen na 20 odstotkov. Trenutno je indeks sestavljen iz 30 delnic (Zagrebška borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 13 in 14. V prilogi sem navedel le tiste delnice z največjim deležem v indeksu. Največje deleže v indeksu zavzemajo podjetja iz financ, gradbeništva in tudi turizma. Največji delež v indeksu predstavlja delnica INA d.d. z 12,39 odstotnim deležem. Iz grafa lahko ugotovimo rastoči trend.

#### **2.4.2 Bosna in Hercegovina**

Po letu 2001 je Bosna in Hercegovina (v nadaljevanju BIH) naredila opazen napredek pri prehodu v tržno gospodarstvo. Vzpostavljeni so bili pogoji za reforme, vključno z enotnim carinskim sistemom, usklajevanjem davčne politike in začetkom privatizacije. Vendar je na večini področij napredek minimalen, predvsem na področju poenostavljanja predpisov in postopkov. Gospodarska zakonodaja je decentralizirana, ker so pristojnosti prenesene na entitete. Vlada celotne BIH po ustavi ureja ekonomske odnose s tujino ter sprejema enotne zakone o zunanjetrgovinski politiki, carinski politiki in politiki neposrednih tujih vlaganj. Najvišjo vlogo pri sprejemanju zakonov ima visoki predstavnik mednarodne skupnosti (Žlogar, 2004).

Tudi v BIH je bil vpeljan proces privatizacije že pred vojno t. i. Markovičeva privatizacija. Danes poteka privatizacija ločeno v Federaciji BIH in Republiki Srbski, ureja pa jo skupen Okvirni zakon za privatizacijo podjetij in bank, ki je bil sprejet leta 1998. Zaradi pomanjkanja sredstev za poravnavo zamrznjenih deviznih sredstev, neplačanih plač vojakom in pokojnin, so sprejeli načrt masovne privatizacije s certifikati. V BIH se pojavljata dve obliki privatizacije, mala in velika. Razlika je v tem, da mala zajema manjša podjetja, velika pa večja ter gospodarsko pomembnejša podjetja. Privatizacija v obeh entitetah poteka prepočasi

zaradi neustreznih računovodskih poročil, nejasne dokumentacije in pomanjkanja preglednosti (Rašković, 2002, str. 23).

V primerjavi z ostalimi balkanskimi trgi je BiH nekoliko cenejša glede na cene vrednostnih papirjev. Glavni razlogi za to so: relativno nizka gospodarska rast, malo transparentnih prevzemov, nizka likvidnost trga, nizka transparentnost poslovanja podjetij in pa nekatere omejitve glede vlaganj domačih skladov, ki bi lahko vodila v razprodajo domačih delnic. Kljub temu se pričakuje povečana prisotnost tujih investitorjev (ureditev skrbniških storitev), kar gre pripisati tudi dobremu poslovanju nekaterih podjetij.

BiH ima omejen dostop do mednarodnih kapitalskih trgov, kljub temu, da so uspeli omejiti težave z zunanjim dolgom, imajo še vedno veliko težav z notranjim dolgom in tekočimi plačili. Največji korak naprej je viden ravno v finančnem sektorju. Obstaja veliko bank (32), ki so večinoma v zasebni tuji lasti, prav tako je prisotna relativno visoka konkurenca na področju podjetništva.

Strukturne reforme so zadevale predvsem finančni sektor (nadzor bank, zavarovalniška in leasing zakonodaja, pokojninska reforma) in podjetniški sektor (privatizacija državnih podjetij, postprivatizacijsko prestrukturiranje in financiranje) (BiH Strategy Overview, 2007, str. 32 ).

Področja izboljšav še vedno ostajajo pravila finančnega poročanja, uveljavljanje predpisov in nadzor nad trgom in usklajevanje predpisov med obema entitetama z namenom izenačevanja pogojev za investiranje. Prioriteta je tudi uvedba učinkovitega sistema kliringa in poravnava s poudarkom na dospelju in plačilnem sistemu.

Tuje naložbe v BiH se v zadnjih letih močno povečujejo, od česar približno dve tretjini odpade na Federacijo BiH, ostalo pa na Republiko Srbsko. Največji vlagatelji so Hrvaška, Slovenija, Avstrija in Nemčija. Večina tujih naložb je bila realizirana preko privatizacijskega procesa. Med glavnimi ovirami se pojavljajo predvsem politična nestabilnost, neobstoje enotnega trga oziroma različni pravni in ekonomski režimi, pomanjkanje regulative in ustreznih državnih institucij, dolgi in zapleteni administrativni postopki, korupcija,... Pozitiven vpliv pa imajo privatizacija državnih podjetij, stabilna valuta, nizka inflacija in nizke carine z bližnjimi državami (Žlogar, 2004).

Pozitivno dogajanje se odraža v BiH v visoki gospodarski rasti, privatizaciji državnih podjetij in možnih prihodnjih infrastrukturnih projektih. Negativen vpliv na gospodarskem področju se kaže v visokem deficitu na tekočem računu plačilne bilance, v slabi likvidnosti na trgu in v težavah pri vrednotenju podjetij.



Preučil sem tudi delež tujih vlagateljev na Banjaluški borzi in ugotovil, da so bili tujci neto investitorji. Leta 2006 so neto tuji prilivi znašali 15,47 % vseh prilivov na banjaluško borzo, leto kasneje pa 7,77 %. Podroben izračun je v Prilogi 23 in 24.

#### **2.4.2.1 Sarajevska borza**

V Federaciji BIH je osnovna pravna podlaga za ustanovitev, delovanje in razvoj kapitalskega trga Zakon o obveznicah, registru obveznic, komisiji, Zakon o delovanju skladov in Zakon o poslovanju podjetij. Komisija za obveznice je bila ustanovljena 1998 in je zadolžena za regulacijo, preglednost trga in zaščito investitorjev.

##### **2.4.2.1.1 SASX-10 indeks**

SASX-10 indeks je indeks, ki spremlja spremembe tečajev na prostem trgu Sarajevske borze. Delnice, ki lahko sestavljajo ta, indeks morajo izpolniti zahteve po največji tržni kapitalizaciji in da se je z njimi trgovalo najmanj dve tretjini možnih trgovalnih dni (Sarajevska borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 15 in 16. Največji deleži v indeksu zavzemajo podjetja iz panoge energetika, in sicer kar pet od desetih v sestavi indeksa. Največji delež v indeksu imajo delnice s po 20-% deležem, le te so JP Elektroprivreda Sarajevo in Mostar in BH Telecom. Iz grafa lahko razberemo rastoči pozitiven trend.

#### **2.4.2.2 Banjaluška borza**

V Republiki Srbski je pravna podlaga Zakon o obveznicah, Zakon o privatizaciji investicijskih skladov in podjetij, Zakon o centralnem registru obveznic in Zakon o podjetjih. Komisija za obveznice je bila ustanovljena leta 2000 na podlagi zakona o obveznicah kot neodvisnega regulatorja obvezniškega trga v RS.

##### **2.4.2.2.1 BIRS indeks**

BIRS indeks je cenovni indeks in ne vključuje dividend. Prav tako kot SASX-10 je pogoj za uvrstitev v indeks tržna kapitalizacija, javno lastništvo in delež posamezne delnice ne sme presegati 20 odstotkov. Izračunavati so ga začeli leta 2004 (Banjaluška borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 17 in 18. Največji deleži v indeksu zavzemajo podjetja iz panoge energetika in surovine. Največji delež v indeksu predstavlja delnica Telekom Srpske Banja luka z 19,63-% deležem. Indeks nakazuje pozitiven rastoči trend.

### 2.4.3 Srbija

Proces privatizacije je v Srbiji do sedaj urejalo več zakonov. Po teh zakonih se je privatizacija izvršila le v manjšem številu podjetij, saj je bila prostovoljne narave. Sam potek privatizacije je dokaj neugoden za razvoj kapitalskega trga. Najboljša podjetja so se privatizirala tako, da imajo manjšinski delničarji v lasti od 60 do 90 % kapitala, država pa prek paradržavnih skladov med 10 in 40 %.

Tudi v Srbiji se pospešeno pripravljajo na izvajanje strukturnih reform, prilagajanju zakonodaje evropski, pospeševanju privatizacije ter privabljanju neposrednih tujih naložb. Njihov glavni cilj je približevanje EU ter vključevanje v ostale evropske in mednarodne integracije.

Na gibanje borznega trga je vplivalo delovanje domačih investicijskih skladov. Pri pokojninskih skladih je postavljena omejitev, da je lahko le deset odstotkov naloženih v tujini, zato se je pričakovalo, da bo ta delež pri investicijskih skladih med desetimi in dvajsetimi odstotki. Tako velik delež naložb na domačem trgu pomeni precejšnje povečanje povpraševanja po domačih delnicah (Serbia - Financial Sector Note, str. 51–53).

Srbski kapitalski trg še vedno ni sposoben ustvariti učinkovitih mehanizmov za financiranje podjetij. Trg ostaja plitek, netransparenten, kar gre pripisati neučinkovitosti podjetniškega sektorja in majhnemu številu finančno zdravih podjetij. Obstoječi pravni in institucionalni okvirji potrebujejo spremembe. Kljub osnovnim regulativam trg nima dovolj podlage za pravilno obnašanje in nadaljnje poglobljanje. Največje pravne luknje so na področju zaščite manjšinskih delničarjev, na neustreznih načelih upravljanja podjetij in na nizkih zahtevah glede razkrivanja finančnih rezultatov. Srbija še vedno nima delujočih zakonov glede portfeljskih investitorjev in lastnikov kapitala. Medtem ko osnovne institucije, kot so borza, klirinški in poravnalni sistemi, OTC in registri in neodvisni regulatorji, delujejo, potrebujejo njihove aktivnosti še vedno smernice in krepitev.

Neposredne tuje naložbe v Srbijo se nenehno povečujejo zaradi privatizacijskega procesa. Največ vlagateljev je iz Nemčije, ZDA, Cipra, Avstrije, Makedonije, Italije, Belgije, Grčije in Slovenije. Konec maja 2004 je vlada sprejela odstranitev administrativnih ovir za tuje vlagatelje, katere najbolj odvrtačajo politična nestabilnost, nereformiran pravni sistem, nelikviden bančni sektor, slaba infrastruktura, počasna administracija in visoka stopnja korupcije (Godina, 2004).

Pozitivne aktivnosti se odražajo v procesu privatizacije državnih podjetij, visoki gospodarski rasti, pritoku domačega in tujega kapitala in dolgoročni realni apreciaciji srbskega dinarja. Pomanjkljivosti so predvsem nestabilne politične razmere in slaba likvidnost na trgu.

Delež tujih investitorjev na Beograjski borzi je bil izjemno visok. V Prilogi 25 sem prikazal dnevno gibanje odstotkov tujih investitorjev. Ugotovil sem, da so se odstotki gibali med 0, ko ni bilo prisotnih tujih investitorjev in 98,29 %, ko so prevladovali skoraj samo tuji investitorji. V povprečju se je dnevni odstotek gibal pri 43,98 %, kar pomeni, da so imeli tuji investitorji pomemben doprinos k rasti tečajev na Beograjski borzi.

#### **2.4.3.1 BELEX-15 indeks**

BELEX-15 indeks se predstavlja kot vodilni indeks Beograjske borze in prikazuje gibanje cen najlikvidnejših srbskih delnic. Namenjen je napredovanju investicijskega procesa, ki se zrcali skozi najlikvidnejši segment srbskega kapitalskega trga. Služi kot podlaga za različne produkte in njihove izpeljane instrumente na domačem in tujem trgu. Indeks se je začel izračunavati leta 2005. Delež posamezne delnice je omejen na največ 20 odstotkov (Beograjska borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 19 in 20. Največji delež v indeksu zavzemajo podjetja iz panoge finance in živilska industrija. Največji delež v indeksu ima Aik Banka in sicer kar 24,34 odstotka. Tudi tukaj se pojavlja rastoči pozitiven trend.

#### **2.4.4 Makedonija**

Privatizacija v Makedoniji se je (podobno kot v ostalih bivših državah Jugoslavije) začela s t. i. Markovičevo privatizacijo. V nasprotju z drugimi bivšimi državami Jugoslavije je bil ta proces najbolj intenziven prav v Makedoniji. Na ta način je bilo privatiziranih okoli 600 podjetij, ki so se preoblikovala v delniške družbe in družbe z omejeno odgovornostjo. Vendar so nastale težave zaradi pomanjkanje privatizacijske regulative, ki je ustvarila neugodne razmere za prestrukturiranje podjetij.

Kljub temu, da ima Makedonija liberalno zakonodajo za ustanavljanje novih podjetij in zakon o tujih naložbah, ne dela razlik med domačimi in tujimi vlagatelji in so neposredne tuje naložbe najnižje med vsemi tranzicijskimi državami. Njihova skromnost je posledica nestabilnosti znotraj države kot tudi v regiji. Med tujimi vlagatelji se najpogosteje pojavljajo Madžarska, Grčija, Bolgarija, ZDA, Slovenija, Ciper in Srbija.

Finančni sektor v Makedoniji je relativno zdrav, vendar je finančni trg še vedno izredno plitek. Bančni sektor je visoko koncentriran, saj imajo banke kar 98,7-% delež v finančnem sektorju. V Makedoniji ni investicijskih skladov, kljub temu, da je bil sprejet zakon o le teh. Nasprotno pa ni bil sprejet še zakon o nefinančnih finančnih institucijah, kar preprečuje ustanavljanje nefinančnih posrednikov.

Makedonski dinar (MKD) je vezan na evro zaradi cenovne stabilnosti. Dolgoročne prednosti Makedonije so: visoko liberalizirana zunanja trgovina, ugodna zakonodaja za tuje investitorje,

izboljšanje podjetniške klime, nizka inflacija, kandidatka za članstvo v EZ. Slabosti pa so: majhna ekonomija, politična in medetnična nasprotja, visoka brezposelnost, korupcija, šibek pravni sistem, velika odvisnost od razvoja sosednjih držav, pomanjkanje profesionalnosti, nizka produktivnost, pomanjkanje kapitala, korupcija, politizacija podjetij idr. Makedonija ima tudi velike težave z visoko brezposelnostjo, z nizkim varčevanjem, s počasno rastjo, s slabo razvito trgovino in s primanjkljaji v plačilni bilanci. Vendar je to vse navidezna slika, ki skriva dejansko stanje. Kljub visokim obrestnim meram, ima Makedonija nizko varčevanje, ker ljudje ne zaupajo bankam. V Makedoniji ni velikega pomembnega igralca na finančnem trgu – vlade oziroma institucionalnih investitorjev (Macedonia – annual country report March 2007, str. 22).

Na Makedonski borzi je bil v letih 2006 in 2007 prisoten visok delež tujih investitorjev. V Prilogi 26 sem predstavil graf za obe preučevani leti. V letu 2006 je bil najvišji delež neto tujih investitorjev v mesecu decembru, in sicer 48,72 %, najnižji pa je bil v mesecu oktobru le 9,82 %. V letu 2007 je najvišji neto delež znašal v januarju, kar 59,04 %, najnižji pa v decembru, le 2,06 %. V povprečju se je odstotek neto tujih investitorjev v Makedoniji za preučevani leti gibal pri 30 % (v letu 2006 – 29,82 % in v letu 2007 – 30,42 %).

#### **2.4.4.1 MBI-10 indeks**

MBI-10 indeks se izračunava od leta 2005 in je tehtani cenovni indeks z osnovo tržne kapitalizacije. Sestavljen je iz 10 delnic izbranih s strani Borzne Komisije. Najvišji delež posamezne delnice v indeksu je 25 odstotkov (Makednoska borza, 2008).

Sestava in gibanje indeksa v zadnjem letu sta predstavljena v Prilogi 21 in 22. Največji delež v sestavi indeksa imata Alkaloid Skopje in Banka Bitola, oba z več kot 20 odstotki. V danem časovnem obdobju lahko iz grafa razberemo rastoči trend.

### **3. GENERATORJI RASTI KAPITALSKIH TRGOV**

V različnih državah se pojavljajo različni generatorji rasti kapitalskih trgov. Nekateri so podobni oziroma enaki za različne kapitalske trge, nekateri pa značilni samo za posamezni kapitalski trg. Vrst generatorjev rasti je veliko, zato sem se osredotočil le na najpomembnejše. Najprej sem se osredotočil na tržno segmentacijo in integracijo, ki je po mojem mnenju eden izmed pomembnejših dejavnikov rasti.

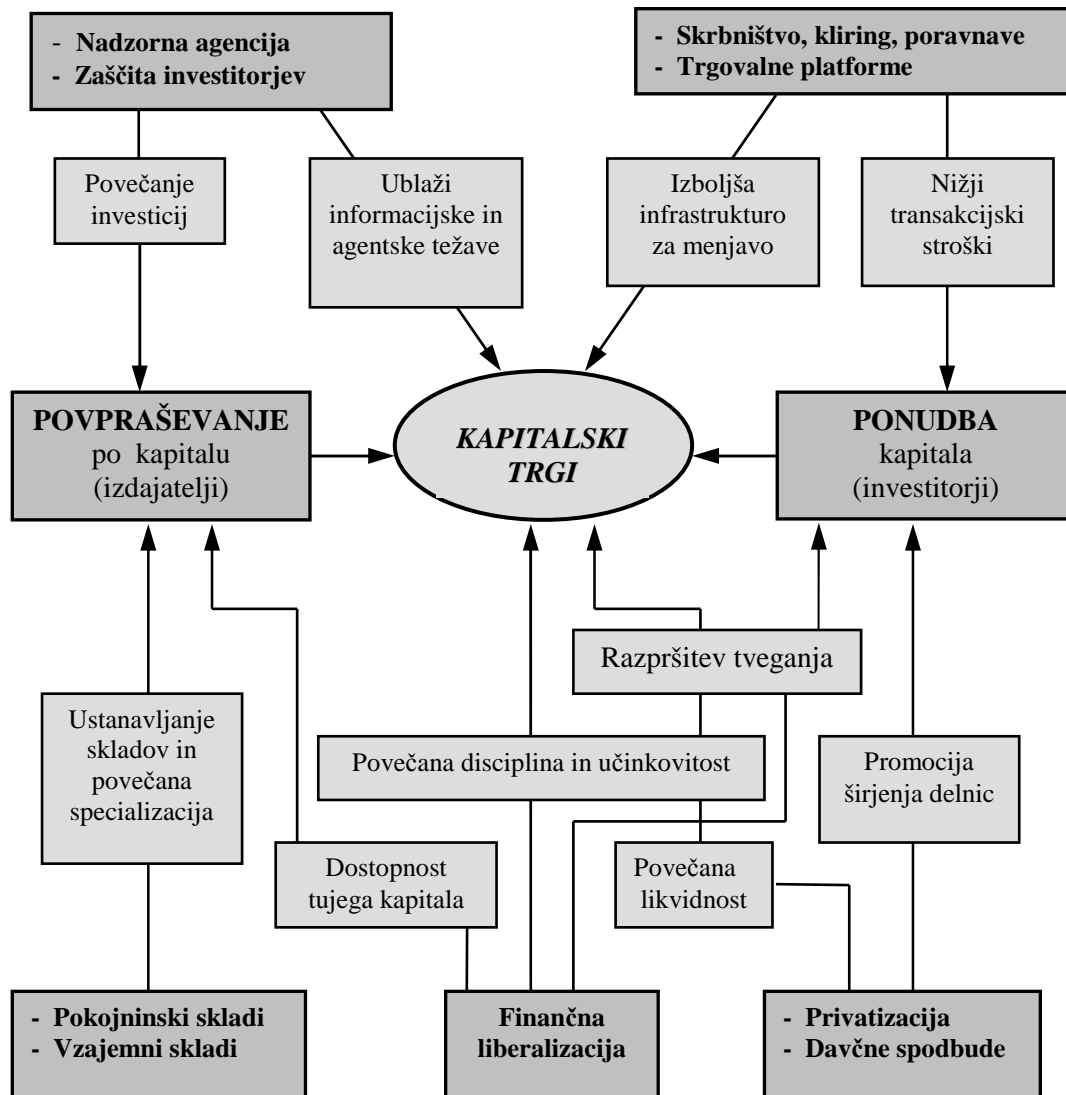
### 3.1 Tržna segmentacija in integracija

Razvoj države iz tržno segmentirane v tržno integrirano v primerjavi s svetovnimi trgi poteka v dveh stopnjah evolucije. Ekonomska integracija se nanaša na zmanjšanje medtrgovalnih ovir na trgu dobrin in storitev. Finančna integracija pa se nanaša na prost dostop tujcev na lokalne kapitalske trge (in lokalnih investitorjev na tuje kapitalske trge). V popolno segmentiranem trgu je cena enot premoženja določena z razmerami na lokalnem trgu. Donos je izračunan kot zmnožek lokalne bete in lokalne premije za tveganje. Nestanovitnost pričakovanih donosov je visoka. Na integriranem trgu je donos produkt svetovne bete in svetovne premije za tveganje. Pričakovani donosi so temu ustrezno nižji. V prehodu iz segmentiranega v integrirani trg pa se pričakuje, da cene narastejo in posledično se pričakovani donosi znižajo. Tržna integracija povzroči strukturne spremembe na kapitalskem trgu vzhajajoče države. Vendar liberalizacija ne definira nujno dogajanja tržne integracije. Lahko se zgodi, da država umakne regulatorne ovire za vstop na lokalni kapitalski trg, kar pa ne pomeni, da se to odrazi v tržni integraciji. Obstajata dve možnosti. Prva je, da je trg že integriran pred liberalizacijo, druga pa, da liberalizacija nima skoraj nobenega učinka na tuje investicije, ker tuji investitorji ne verjamejo, da bodo reforme trajale dalj časa in zaradi drugih tržnih nepopolnosti.

Integracija je postopen proces in je določena z različnimi pogoji v različnih državah, prav tako je hitrost le te različna od države do države. Pogoji so (Bekaert 1995) lahko: pravne ovire, posredne ovire zaradi informacijske asimetrije, računovodski standardi in zaščita investitorjev. Posebej pomembni dejavniki na vzhajajočih trgih so likvidnostno tveganje, politično tveganje, tveganje ekonomske politike in tečajno tveganje. Te ovire ponavadi odvrnejo tuje investitorje. Prav tako je malo verjetno, da vse ovire naenkrat izginejo. Tržna integracija ima nejasen vpliv na tržno nestanovitnost. Raziskave so pokazale, da tržna integracija nima neposredne povezave z nestanovitnostjo pri prehodu iz segmentiranega v integrirani trg. Tržna integracija vodi v višjo korelacijo domačih kapitalskih trgov s svetovnimi. Korelacija med donosi na vzhajajočih trgih je še vedno dovolj nizka, da zagotavlja diverzifikacijo portfelja.

Obstaja pomembna povezava med realnim gospodarstvom in financami. Tržna integracija je povezana z nižjimi pričakovanimi donosi, kar pomeni, da se strošek kapitala zniža. Učinek tega je, da se izvede več projektov, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. Kljub povečanju investicij se tržno ravnotežje poslabša, kar kaže, da so dodatne investicije pritekale s strani tujega kapitala. Prav tako se ne poveča osebna poraba. Se pa poveča realno BDP v povprečju za 1 % na leto (Bekaert, 2002, str. 3–4).

Slika 1: Povezava med reformami in razvojem kapitalnega trga



Vir: A. de la Torre, S. L. Schmukler, *Emerging Capital markets and Globalization*, 2007, str. 39.

Slika 1 prikazuje povezave med najbolj pogostimi reformami v finančnem sektorju, ponudbo in povpraševanje po kapitalu v gospodarstvu in pričakovane rezultate v smislu razvoja kapitalnega trga. Ustanovitev regulatornih nadzornih okvirjev in izboljšanje zaščite investitorjev so ključni za razvoj investicij v obveznice. Reforme ublažijo probleme z informacijami in agenti, skozi večjo transparentnost, višjo stopnjo integritete in z zanesljivejšim uveljavljanjem dogovorov. Spremembe, kot so modernizacija trgovanja, skrbništvo in poravnave, učinkovito znižajo transakcijske stroške. Privatizacijske sheme povečajo razpoložljiva investicijska sredstva. Finančna liberalizacija pospeši disciplino in učinkovitost, hkrati pa omogoči vstop tujega kapitala na lokalni trg in obratno, vstop lokalnega kapitala na tuje trge. Vse te reforme omogočajo investitorjem, da znižajo svoje transakcijske stroške, ki spodbudijo sodelovanje na trgu, se pravi, da zberejo potreben kapital na strani ponudbe. Delujoč krog še dopolnijo pokojninske reforme in širjenje vzajemnih skladov, ki ponujajo investitorjem bolj privlačne alternative bančnim depozitom.

### 3.2 Generatorji rasti novih kapitalskih trgov

Latinska Amerika je v primerjavi z relativno plitvim razvojem lokalnega kapitalskega trga in njeno visoko stopnjo finančne integracije v globalne trge posebej občutljiva, ko jo primerjamo z Zahodno Azijo. Zahodna Azija kaže višje izkupičke po reformah, ki se navezujejo na razvoj kapitalskega trga in ima manjši vpliv na integracijo globalnih finančnih trgov.

Internacionalizacija trgov vrednostnih papirjev pomeni za Latinsko Ameriko in vzhodno-evropske države močan trend umika podjetij iz kotacij na lokalnih trgih na globalne, kar slabša likvidnost na lokalnih trgih. Kapital se je preselil v internacionalne finančne centre, kot so Frankfurt, New York, London in Tokio.

Stanje kapitalskih trgov v vzhajajočih državah kaže precej skromno stanje, kljub temu, da so države vložile veliko napora, da bi izboljšale makroekonomsko okolje in reformirale institucije, ki pospešujejo finančni razvoj. Neuspešna poglobitev trga in izboljšanja učinkovitosti kapitalskega trga ima lahko pomembne posledice: empirični podatki kažejo, da ni razvoj finančnega trga povezan samo z uspešnim gospodarstvom, ampak dejansko povzroči gospodarsko rast in ima pozitiven vpliv na distribucijo dohodka.

Vidna značilnost preteklega vala finančne globalizacije je bila internacionalizacija finančnih uslug. Sodelovanje na svetovnih kapitalskih trgih naj bi imelo pozitiven učinek na lokalne trge, ker sodelovanje v tujini daje investitorjem spodbuden signal, da sodelujejo na lokalnih trgih. Internacionalizacija lahko prestavi lokalno likvidnost na svetovni trg, ki negativno vpliva na domači trg.

Latinskoameriške države so v preteklih desetih letih naredile odločilne korake k reformam njihovih institucij in izboljšanju makroekonomskega managementa. Prav tako so aktivno sodelovale v procesu globalizacije. Empirični dokazi kažejo, da imajo bolj razvite države globlji in bolj učinkovit finančni sistem. Globina finančnega trga lahko nakaže prihodnjo rast, akumulacijo kapitala in izboljšanje gospodarske učinkovitosti. Študije kažejo, da imata borzni trg in bančni sistem pozitiven vpliv na akumulacijo kapitala, gospodarsko rast in produktivnost. Države z dobro razvitim finančnim sistemom rastejo hitreje (De la Torre, 2007, str. 21).

Na razvoj finančne globalizacije so vplivali vladna politika (reforme), tehnološke in finančne inovacije in dejavniki povpraševanja in ponudbe. Finančni razvoj se lahko poveča zaradi različnih razlogov, ki so navedeni v nadaljevanju.

### 3.2.1 Mednarodni finančni posredniki

Ti zmanjšajo stroške pridobivanja in obdelave podatkov, kar izboljša alokacijo resursov in pospeši rast. Brez posrednikov bi bil vsak investitor soočen z visokimi fiksnimi stroški analiz gospodarskih razmer, podjetij, managerjev in drugih. Z racionalizacijo pridobivanja informacij izboljšajo posredniki investicijske priložnosti. Prav tako lahko zvišajo stopnjo tehnoloških inovacij. Tudi zmanjšanje tveganja preko razpršitve je način, kako finančni posredniki vplivajo na rast. Posredniki zmanjšujejo informacijsko asimetrijo, transakcijske stroške in na ta način pospešujejo dostopnost kapitala za investitorje.

### 3.2.2 Državna politika in institucionalne reforme (liberalizacija)

Povečanje mobilnosti kapitala preko davčnih oaz (*angl. offshore markets*) je spodbudilo pritisk na vzhajajoče države, da so liberalizirale in odprle njihove finančne trge, kar je povečalo mednarodne kapitalske tokove. Ukrepi politik vključujejo odstranitev nadzora obrestnih mer, znižanje neposrednih kreditnih programov, liberalizacijo trga vrednostnih papirjev in odpiranje kapitalskih računov plačilne bilance. Ti ukrepi so bili narejeni, da bi omogočili neomejeno delovanje tržnih sil, naredili finančni sektor bolj učinkovit, spodbudili razvoj trga obveznic in vplivali na porazdelitev tveganj. Finančna liberalizacija je povzročila, da so vlade in podjetja aktivno zbirala kapital na mednarodnih finančnih trgih in da so tuji investirali na domače trge. Liberalizacija mednarodnih kapitalskih tokov vpliva na pospešitev gospodarske rasti tako, da se poveča tržna likvidnost, prav tako se poveča tudi nestanovitnost delniških tečajev.

Reforme so potekale v različnih fazah. Prvo generacijo reform so predstavlja stabilizacija makroekonomskega okolja, ureditev osnovnih pravnih in regulatornih okvirjev, liberalizacija domačih finančnih trgov in odpiranje kapitalskih računov. Drugo generacijo reform so predstavlja boljše institucionalne in tržne infrastrukture za povečanje tržne aktivnosti in likvidnosti, širše sodelovanje investitorjev in povečan nabor trgovalnih instrumentov.

Pomembni dejavniki so makroekonomski in institucionalni, kot so monetarna stabilnost, gospodarska rast in pravno okolje na trgu obveznic in delnic. Dobra pravna podlaga in institucionalno okolje izboljšata zaupanje investitorjev in prispevata k rasti kapitalskih trgov. Velikost gospodarstva je pomemben dejavnik za razvoj kapitalskega trga, ker povzroči ekonomijo obsega in se lažje sooča z eksternalijami, prav tako pa zagotavlja boljše pogoje za vzdrževanje zadostne likvidnosti trga (De la Torre, 2007, str. 10).

Pomemben dejavnik za opazovanje finančne liberalizacije je tudi gibanje BDP. V vseh tranzicijskih državah se je po uvedbi reform za kratek čas stopnja rasti BDP zmanjšala oziroma je nastopila recesija.

Po liberalizaciji se kapitalski tokovi okrepijo. Večina držav sprejme priliv kapitala, medtem ko so nekateri zaskrbljeni, kako se bodo investitorji obnašali v primeru krize, kar posledično



pomeni beg kapitala iz države. Donosi vzhajajočih trgov niso porazdeljeni normalno in so nesimetrični. Vzhajajoči trgi so informacijsko relativno neučinkoviti.

### **3.2.3 Tehnološki napredek**

Tehnološki napredek je olajšal uporabo kapitalskih trgov tako, da je zmanjšal transakcijske stroške in omogočil lažje trgovanje, kliring in poravnave so bolj učinkovite. Prav tako so finančne inovacije povzročile razvoj novih instrumentov, ki omogočajo investitorjem, da razpršijo in zavarujejo tveganja.

### **3.2.4 Spremembe v povpraševanju**

Spremembe v povpraševanju so prav tako pospešile pomemben zagon kapitalskih trgov. Pojav institucionalnih investitorjev, kot so vzajemni in pokojninski skladi, je omogočil investitorjem nakup obveznic z nizkimi stroški in so imeli možnost razpršiti investicije v različne oblike naložb in tudi naložbe v tujino (De la Torre, 2007, str. 10).

### **3.2.5 Privatizacija in pokojninske reforme**

Globalni trendi so vplivali na vzhajajoče države vsaj na dva načina. Prvi je ta, da je postal kapital dostopen na svetovnih finančnih trgih, kjer so ga vzhajajoče države poskušale pritegniti na domače trge. Drugi pa, da so vzhajajoče države poskušale tekmovati z razvitimi gospodarstvi, s tem da so reformirale domače trge. Napori pridobivanja svetovnega kapitala v vzhajajoče države so bili delno rezultat povečane dostopnosti likvidnosti na svetovnih trgih. Kapitalski trgi zagotavljajo cenejši kapital, ki porabi privarčevan denar bolj racionalno oziroma produktivno in nudi investitorjem privlačne investicijske priložnosti.

Vlade vzhajajočih držav so odobrile novo zakonodajo z namenom vpeljati pravne okvire in tržno infrastrukturo, da bi kapitalski trgi zacveteli. Nova politika je vpeljala centralizirano menjavo, kliring in poravnavo obveznic, skrbništvo in različne izboljšave na področju računovodstva in poročanja. Ti zakoni so namenjeni zaščiti kreditodajalcev in investitorjev in zadevajo področje lastniških pravic, pravic manjšinskih delničarjev, zakone o stečajih in regulative o notranjih informacijah.

### **3.2.6 Neposredne tuje naložbe**

Mednarodni kapitalski tokovi so sestavljeni iz neposrednih (*angl. green-field investments*) in portfeljskih naložb. Vzroki za povečano zanimanje tujih investitorjev za vzhajajoče trge so bili predvsem obilica fizičnega in človeškega kapitala, ki pa je bil neučinkovito izrabljen in v primeru fizičnega, zastarel, zato so videli priložnost za višje donose, v povečanju mejne produktivnosti in donosnosti. Med industrializiranimi državami pomeni povečanje neposrednih tujih investicij največje prilive kapitala v državo. Visoki produkcijski stroški

naredijo neposredne tuje naložbe drage. Na drugi strani pa stopnja razvoja finančnega trga in transparentnost omogočita bolj učinkovite portfeljske naložbe.

Kot v drugih razvijajočih se državah, imajo tranzicijska gospodarstva lastnost, da privlačijo predvsem lastniški kapital, še posebej v obliki neposrednih investicij. Rezultat vala liberalizacije in deregulacijskega procesa (kot tudi političnih in gospodarskih reform) je bila najpogostejša oblika neposrednih tujih naložb z združevanjem in prevzemi podjetij do leta 2001, kasneje so prevladovali reinvestirani dobički.

Neposredne tuje naložbe spodbudijo domače gospodarstvo s tem, da zagotovijo naprednejšo tehnologijo, kakovostnejši management in odprejo dostop na mednarodne trge. Portfeljske naložbe pa odprejo domača podjetja in finančne trge na vpogled tujim finančnim trgov in jim predložijo svoja pravila finančne discipline. Kapitalski tokovi pospešijo gospodarsko rast. Vendar pa kapitalski tokovi nimajo samo pozitivnih učinkov. Nevarnost se pojavlja predvsem pri naravni nestanovitnosti in šibkemu finančnemu trgu. To drži za portfeljske naložbe, ki so večinoma kratkoročne narave in močno dovzetne za obnašanje investitorjev glede tveganj in likvidnostnih šokov. Neposredne tuje naložbe so bolj stabilen zunanji vir kapitala, ki priteče dolgoročno, medtem ko so portfeljske naložbe (lastniški in dolžniški papirji) podvržene hitrim spremembam in lahko povzročijo padce oziroma celo finančne krize. To je še posebno nevarno za države, ki hkrati liberalizirajo finančni sektor in odpirajo trg tujemu kapitalu (Sohinger, 2006, str. 24).

Prav tako se pojavljajo na teh trgih tudi težave z domačimi investicijami, ker so bile omejene zaradi prepovedi kakršnihkoli oblik investicij, procesa odobravanja birokracije, vztrajanja na prenosu tehnologij, zahtevah po lokalnih partnerjih oziroma večinskem domačem lastništvu, in nadzorom nad razdelitvijo dobička.

### **3.2.7 Likvidnost trga**

K alokativni in informacijski učinkovitosti trga kapitala v veliki meri pripomorejo tudi izboljšana likvidnost na trgu vrednostnih papirjev. Nelikvidnost je ena temeljnih slabosti manj razvitih trgov. Na izboljšanje likvidnosti posameznih segmentov trga vrednostnih papirjev in trga delnic kaže tudi zmanjševanje razlik med ponudbo in povpraševanjem in zmanjševanje razlike med najvišjo in najnižjo doseženo ceno delnice v določenem dnevu trgovanja (Deželan, 1996, str. 71–72).

Likvidnost sem preučil s kvantitativnim kazalcem vrednost prometa glede na BDP.

### 3.3 Generatorji rasti balkanskih borznih trgov

Evropski novi trgi so bili dolgo deležni nižjih premij za tveganje v primerjavi z mednarodnimi kapitalskimi trgi. Glavni razlog za ta pojav sta predpostavki o bodočem vstopu teh držav v EU in prevzem evra. Pomemben dejavnik je tudi, da je Evropa bolj razvita kot katerakoli druga regija glede na finančno integracijo, kar je posledica širitve EU. Rast novih trgov je podpirala zadostna mednarodna likvidnost, deloma neracionalne aktivnosti vlagateljev in prevelika pričakovanja glede integriranja vzhajajočih evropskih trgov v EU. Zaradi teh dejavnikov so bili novi evropski trgi deležni velikega pritoka tujega kapitala, kar jim je dalo spodbudo za rast (Emerging Markets: Any Lessons for Southeastern Europe, 2007, str. 161).

Najpomembnejši dejavnik rasti cen delnic na balkanskih borzah je nesporno **presežna likvidnost**, saj na trgih ni zadostne ponudbe delnic, da bi lahko investitorji kupovali večje količine delnic, ne da bi pri tem zviševali cene. Pomemben delež rasti so prispevali institucionalni investitorji, ki so iskali naložbe za različne sklade (vzajemne in pokojninske). Dodatno so pripomogle k rasti tudi omejitve glede sestave portfeljev skladov, ker je zakonodaja omejevala naložbe v tujini in investitorji niso imeli možnosti drugam naložiti svojih sredstev. Eden od pomembnejših razlogov je tudi **internacionalizacija poslovanja**. Mnogo evropskih finančnih institucij je odprlo podružnice na Balkanu in s tem pripomoglo k dostopnosti informacij tujim investitorjem in vplivalo na dotok tujega kapitala (prihrankov) preko podružnic (Škerlak, 2007).

#### 3.3.1 Generatorji rasti

Med **najpomembnejše generatorje rasti** na Balkanu sodijo (Grm, 2007):

- politične spremembe,
- gospodarska liberalizacija,
- visoka gospodarska rast,
- visoka rast domačega povpraševanja,
- približevanje EU,
- velik priliv tujih in domačih naložb,
- nove reforme za sprostitev tujega in domačega kapitala in bolj pregledno trgovanje na borzi,
- številni prevzemi podjetij in privatizacije državnih podjetij.

### 3.4 Primerjava novih finančnih trgov

Za primerjavo novih finančnih trgov sem si izbral štiri kazalce, ki najboljše opišejo dogajanje na borznih trgih. Izbral sem si tržno kapitalizacijo, tržno kapitalizacijo v primerjavi z BDP, vrednost prometa glede na BDP in P/E kazalnik.

### 3.4.1 Tržna kapitalizacija

Tržna kapitalizacija pokaže dejansko vrednost trga in je zmnožek celotnega števila kotirajočih delnic in obveznic domačih podjetij in njihove cene. Tržna kapitalizacija ne zajema investicijskih skladov, izvedenih finančnih instrumentov in uvrščenih tujih delnic (Market Capitalization, 2008).

### 3.4.2 Tržna kapitalizacija glede na BDP

Razvitost delniškega trga se lahko meri s kazalcem tržne kapitalizacije glede na BDP (Naceur, Ghazouani, 2003, str. 9). Indikator primerja obseg tržne kapitalizacije delnic podjetja (tržna vrednost podjetij), ki kotirajo na določeni borzi, z bruto domačim proizvodom in je eden od najbolj reprezentativnih pokazateljev razvitosti kapitalskega trga. V tržne kapitalizacije niso vključene obveznice in delnice investicijskih skladov (Hafner, 2007).

Enačba (1) prikazuje koeficient tržne kapitalizacije glede na BDP in se uporablja za določanje vrednosti celotnega trga, in sicer ali je trg podcenjen ali precenjen.

$$\text{Tržna kapitalizacija} / \text{BDP} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija trga}}{\text{BDP trga}} \times 100 \quad (1)$$

Rezultat nam pove odstotek BDP, ki ga predstavlja tržna kapitalizacija. Če je rezultat višji od 100 odstotkov je trg precenjen, če je nižji je podcenjen.

### 3.4.3 Vrednost letnega prometa glede na BDP

Enačba (2) prikazuje letni promet glede na BDP in meri trgovanje z delnicami kot delež v BDP in predstavlja likvidnost borznega trga.

$$\text{Letni promet} / \text{BDP} = \frac{\text{Letni promet}}{\text{BDP trga}} \times 100 \quad (2)$$

### 3.4.4 Kazalnik P/E

Enačba (3) prikazuje kazalnik P/E, s katerim merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro dobička družbe oziroma za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe (Kazalnik P/E, 2008).

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad P = \text{cena delnice, EPS} = \text{dobiček na delnico v preteklem letu} \quad (3)$$

Kazalnik P/E je najbolj priljubljen merilnik preценjenosti in podcenjenosti delnic. Med seboj primerjamo kazalnike P/E podjetij, ki so si dovolj podobna (ista panoga, podobna rast dobička, podobna stopnja zadolženosti). Delnica z nižjim kazalnikom P/E velja za primernejšo delnico za nakup. Dve podjetji je med seboj težko primerjati. Različen P/E ponavadi pomeni, da vlagatelji različno ocenjujejo nadaljnji razvoj podjetja (predvsem rast prihodkov in dobička). Višji P/E pomeni, da investitorji pričakujejo višje donose v prihodnosti v primerjavi s podjetji, ki imajo nižje P/E koeficiente.

V diplomu sem obravnaval P/E celotnega trga, ki je pokazatelj dogajanja na celotnem trgu.

### 3.4.5 Kvantitativna analiza trgov

V kvantitativni analizi sem primerjal tržne kapitalizacije posameznih trgov, tržne kapitalizacije glede na BDP, P/E kazalnike celotnih trgov, vrednosti prometa in vrednosti prometa glede na BDP. Za skupno primerjavo sem uporabil mediano. Mediana je primerna mera centralne tendence in predstavlja srednjo vrednost (Pfajfar, 2005, str. 106). Z mediano sem odstranil prevelika odstopanja najnižjih in najvišjih vrednosti kazalcev. Ker je bila večina podatkov v ameriških dolarjih, sem za lažjo primerjavo vrednosti preračunal v evre.

*Tabela 4: Primerjava tržnih kapitalizacij glede na BDP*

|                          | Tržna kapitalizacija  |                       | Spr. kapit.<br>06/07 (%) | Tržna kapitalizacija<br>glede na BDP |                        |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------------------------|------------------------|
|                          | Konec 2006<br>(mio €) | Konec 2007<br>(mio €) |                          | Konec leta<br>2006 (%)               | Konec leta<br>2007 (%) |
| <b>Latinska Amerika:</b> |                       |                       |                          |                                      |                        |
| Mexican Exchange         | 264.498,9             | 270.248,4             | 2,17                     | 41,51                                | 44,52                  |
| Sao Paolo SE             | 539.291,9             | 930.700,1             | 72,57                    | 66,54                                | 104,27                 |
| <b>Azija:</b>            |                       |                       |                          |                                      |                        |
| Shanghai SE              | 696.664,8             | 2.510.258,9           | 260,33                   | 34,69                                | 113,64                 |
| Bombay SE                | 621.775,7             | 1.236.053,9           | 98,79                    | 89,81                                | 165,53                 |
| <b>Vzhodna Evropa:</b>   |                       |                       |                          |                                      |                        |
| RTS                      | 733.498,1             | 902.907,2             | 23,09                    | 97,88                                | 103,04                 |
| Istanbul SE              | 123.309,7             | 194.721,5             | 57,91                    | 40,33                                | 43,20                  |
|                          |                       |                       |                          |                                      |                        |
| Mediana izbr. trgov      | -                     | -                     | -                        | 54,02                                | 103,65                 |
|                          |                       |                       |                          |                                      |                        |
| <b>Balkan:</b>           |                       |                       |                          |                                      |                        |
| Zagrebska borza          | 32.341,81             | 53.736,90             | 66,15                    | 99,23                                | 153,99                 |
| <b>BIH:</b>              |                       |                       |                          |                                      |                        |
| - Sarajevska borza       | 5.848,61              | 7.934,5               | 36,07                    | 62,67                                | 79,01                  |
| - Banja Luka             | 4.044,3               | 4.266,6               | 5,49                     | 43,46                                | 42,48                  |
| Beograjska borza         | 10.240,76             | 17.381,6              | 69,65                    | 42,16                                | 61,38                  |
| Makedonska borza         | 1.779,89              | 5.050,1               | 183,73                   | 37,70                                | 99,14                  |
|                          |                       |                       |                          |                                      |                        |
| Mediana izbr. trgov      | -                     | -                     | -                        | 43,46                                | 79,01                  |

*Vir: Annual Report and Statistics, 2007, str. 75, letna poročila borz, lastni izračuni.*

Tabela 4 prikazuje primerjavo tržnih kapitalizacij in tržnih kapitalizacij glede na BDP. Tabela kaže, da je velikost tržnih kapitalizacij odvisna od velikosti države. Balkan ima občutno nižje tržne kapitalizacije, zaradi velikosti držav in trga samega. Ugotovil sem, da so se tržne kapitalizacije leta 2006 v primerjavi z letom 2007 občutno povečale. Največjo rast so zabeležili na Šanghajski borzi in sicer je znašala kar 260,33 %. Najmanjšo letno rast sta imeli Mehiška borza (2,17 %) in Banjaluška (5,49 %). Izračunal sem tudi mediano tržnih kapitalizacij glede na BDP. Mediana primerjanih trgov je v letu 2006 znašala 54,02 % in v letu 2007 103,65 %, medtem ko je na balkanskih trgih znašala 43,46 % v letu 2006 in 79,01 % v letu 2007. Ugotovil sem, da so primerjani novi trgi dosegli višjo rast tržnih kapitalizacij glede na BDP kot balkanski trgi.

Za tržne kapitalizacije v primerjavi z BDP sem ugotovil, da se borze pospešeno razvijajo, z določenimi izjemami. Mehiška borza (3 odstotne točke) in Istanbulska (2,87 odstotne točke) imata skoraj zanemarljivo rast. Največjo rast sta dosegli Azijski borzi, se pravi Šanghajska, ki je zrasla za kar 78,95 odstotnih točke, Bombajska pa za 75,72 odstotne točke. Največjo rast na Balkanu je zabeležila borza v Skopju in sicer kar 61,14 odstotne točke. Sledi ji Zagrebška borza, ki je zrasla 54,76 odstotne točke. Zmerno rast so dosegle Sarajevska (16,34 odstotne točke) in Beograjska (19,22 odstotne točke). Banjaluška je zabeležila celo padec.

Tabela 5: Primerjava P/E kazalnikov

|                          | P/E kazalnik           |                        |                         |
|--------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
|                          | P/E ob koncu leta 2006 | P/E ob koncu leta 2007 | Sprememba P/E 06/07 (%) |
| <b>Latinska Amerika:</b> |                        |                        |                         |
| Mexican Exchange         | 17,08                  | 15,05                  | -11,88                  |
| Sao Paolo SE             | 14,05                  | 15,37                  | 9,39                    |
| <b>Azija:</b>            |                        |                        |                         |
| Shanghai SE              | 28,32                  | 47,71                  | 68,46                   |
| Bombay SE                | 23,52                  | 23,96                  | 1,87                    |
| <b>Vzhodna Evropa:</b>   |                        |                        |                         |
| RTS                      | 13,61                  | 13,46                  | -1,10                   |
| Istanbul SE              | 12,18                  | 17,33                  | 42,28                   |
|                          |                        |                        |                         |
| Mediana izbr. Trgov      | 15,56                  | 16,35                  | -                       |
| <b>Balkan:</b>           |                        |                        |                         |
| Zagrebška borza          | 26,37                  | 48,83                  | 85,17                   |
| <b>BIH:</b>              |                        |                        |                         |
| - Sarajevska borza       | 36,94                  | 55,33                  | 18,39                   |
| - Banja Luka             | 263,09                 | 103,76                 | - 60,56                 |
| Beograjska borza         | 19,36                  | 26,27                  | 35,69                   |
| Makedonska borza         | -                      | 47,99                  | -                       |
|                          |                        |                        |                         |
| Mediana izbr. trgov      | 31,65                  | 48,83                  | -                       |

Vir: Bloomberg, 2008, lastni izračuni.

Tabela 5 kaže primerjavo kazalnikov P/E. Najvišjo vrednost v letu 2006 je zabeležila Šanghajska borza, in sicer 28,32, najnižjega pa Istanbulska. V letu 2007 je zopet najvišjo vrednost dosegla Šanghajska borza (47,71), najnižjo pa Ruska borza (13,46). Mediana kazalnika P/E primerjanih trgov je v letu 2006 znašala 15,56 in v letu 2007 16,35. Ugotovil sem, da so se vrednosti kazalnikov povečale, kar kaže na manjše povišanje vrednosti podjetij na borzi. Vrednosti predstavljajo relativno stabilno vrednost in ni znakov pretirane precenjenosti kot na Balkanu.

Rasti P/E kazalnika na Balkanu je bila občutno višja, in sicer je mediana v letu 2006 znašala 31,65, v letu 2007 pa kar 48,83, kar kaže na veliko precenjenost vrednosti delnic na borzi in skoraj zagotovo pomeni znižanje tečajev v bližnji prihodnosti.

Tabela 6: Primerjava vrednosti prometa glede na BDP

|                          | Vrednost prometa    |                     |                               | Vrednost prometa glede na BDP |                   |
|--------------------------|---------------------|---------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------|
|                          | Konec 2006<br>Mio € | Konec 2007<br>Mio € | Spr. prometa<br>2006/2007 (%) | Konec 2006<br>(%)             | Konec 2007<br>(%) |
| <b>Latinska Amerika:</b> |                     |                     |                               |                               |                   |
| Mexican SE               | 73.589,9            | 98.356,7            | 33,65                         | 11,55                         | 16,20             |
| Sao Paolo SE             | 209.680,9           | 406.329,6           | 93,78                         | 25,87                         | 45,52             |
| <b>Azija:</b>            |                     |                     |                               |                               |                   |
| Shanghai SE              | 559.116,9           | 2.765.159,4         | 394,55                        | 27,84                         | 125,18            |
| Bombay SE                | 162.860,7           | 233.590,9           | 43,43                         | 23,52                         | 31,28             |
| <b>Vzhodna Evropa:</b>   |                     |                     |                               |                               |                   |
| RTS SE                   | 89.628,7            | 467.078,9           | 521,13                        | 11,96                         | 53,30             |
| Istanbul SE              | 169.114,7           | 199.969,4           | 18,24                         | 55,31                         | 44,36             |
|                          |                     |                     |                               |                               |                   |
| Mediana izb. trgov       | -                   | -                   | -                             | 24,69                         | 37,82             |
| <b>Balkan:</b>           |                     |                     |                               |                               |                   |
| Zagrebska borza          | 6.691,8             | 9.045,5             | 35,17                         | 20,53                         | 25,92             |
| <b>BIH:</b>              |                     |                     |                               |                               |                   |
| - Sarajevska borza       | 334,8               | 651,6               | 94,64                         | 3,59                          | 6,48              |
| - Banja Luka             | 198,6               | 379,7               | 91,16                         | 2,13                          | 3,78              |
| Beograjska borza         | 1.273,2             | 1.990,9             | 56,37                         | 5,24                          | 7,02              |
| Makedonska borza         | 506,9               | 681,6               | 34,46                         | 10,74                         | 13,38             |
|                          |                     |                     |                               |                               |                   |
| Mediana izb. trgov       | -                   | -                   | -                             | 5,24                          | 7,02              |

Vir: Annual Report and Statistics, 2007, str. 78, 79; Region Market Capitalization, 2007, lastni izračuni.

Tabela 6 prikazuje vrednosti prometa in vrednost prometa glede na BDP. Vrednosti prometa so se v vseh primerjanih državah iz leta 2006 v primerjavi z letom 2007 povečale. Največ na Ruski borzi, in sicer za kar 521,13 %, najmanj pa na Istanbulski, le 18,24 %. Na Balkanu je največjo rast prometa dosegla Sarajevska borza in sicer 94,64 %, najmanjšo pa Zagrebska, 35, 17 %. Mediana primerjanih trgov je v letu 2006 znašala 24,69 % in v letu 2007 37,82 %, kar kaže na precejšnjo rast.

Vrednost prometa glede na BDP je na primerjanih borznih trgih višji kot na balkanskih. Največjo vrednost prometa glede na BDP v letu 2006 je zabeležila Istanbulska borza (55,31 %), najmanjšo pa Mehiška borza (11,55 %). V letu 2007 je najvišjo vrednost prometa glede na BDP dosegla Šanghajska borza (125,18 %), najnižjo pa zopet Mehiška borza (16,20 %). Najvišjo vrednost na balkanskih borznih trgih je v letu 2006 zabeležila Zagrebška borza (20,53 %), najnižjo pa Banjaluška (2,13 %). V letu 2007 je najvišjo vrednost ponovno dosegla Hrvaška (25,92 %), najnižjo pa Banjaluška (3,78 %). Mediana balkanskih trgov je znašala za leto 2006 5,24 % in za leto 2007 7,02 %.

## **SKLEP**

Na novih finančnih trgih se pojavlja veliko različnih dejavnikov rasti borznih indeksov. Nekateri so skupni vsem, nekateri so značilni samo za posamezni finančni trg. Za vse nove finančne trge je značilna finančna integracija in segmentacija. Balkanski trgi se poskušajo integrirati v evropski finančni prostor, medtem ko se ostali novi trgi integrirajo na svetovni ravni, med njimi nekateri bolj uspešno, nekateri manj (Mehika). Med pomembnejše generatorje rasti izbranih novih finančnih trgov sodijo tudi mednarodni finančni posredniki, državna politika in institucionalne reforme (liberalizacija), tehnološki napredek, spremembe v povpraševanju, privatizacija in pokojninske reforme ter neposredne tuje naložbe. Poleg vseh omenjenih dejavnikov ima pomembno vlogo tudi likvidnost trga.

Med najpomembnejše generatorje rasti na Balkanu sodijo politične spremembe, gospodarska liberalizacija, visoka gospodarska rast, visoka rast domačega povpraševanja, približevanje EU, velik priliv tujih in domačih naložb, nove reforme za sprostitev tujega in domačega kapitala in bolj pregledno trgovanje na borzi, številni prevzemi podjetij ter privatizacije državnih podjetij. Po mojem mnenju je eden izmed pomembnejših dejavnikov, ki so odločilno vplivali na rast balkanskih borznih indeksov, prisotnost tujih investitorjev.

V kvantitativni analizi sem preučil tržne kapitalizacije in jih primerjal z BDP v izbranih državah (merilo za razvitost borznega trga). Ugotovil sem, da so se tržne kapitalizacije glede na BDP v letu 2007 v primerjavi z letom 2006 povečale, in sicer je mediana primerjanih novih trgov v letu 2006 znašala 54,02 %, kar je višji odstotek kot pri balkanskih trgih, katerih odstotek je istega leta znašal 43,46 %. Vsi izbrani novi trgi so v naslednjem letu dosegli občutno rast in sicer je za primerjane nove trge znašala mediana 103,65 %, za balkanske pa 79,01 %. Analiza kaže, da so se vsi primerjani novi finančni trgi razvijali in s tem posledično tudi reprezentativni borzni indeksi.

S kazalnikom P/E sem ocenjeval precenjenost oziroma podcenjenost novih finančnih trgov. Ugotovil sem, da so se P/E kazalniki povečali skoraj na vseh primerjanih trgih. Primerjani trgi so kazali zmerno rast kazalnikov P/E, medtem ko so bili ti kazalniki na balkanskih trgih precej visoki, kar kaže na precenjenost trgov. Balkanski trgi so imeli v letu 2006 vrednost



mediane kazalnika P/E 31,65, leto kasneje kar 48,83. Vrednosti mediane kazalnikov P/E za primerjane trge pa sta znašali 15,56 v letu 2006 in 16,35 v letu 2007.

Likvidnost analiziranih trgov sem preučeval z vrednostjo prometa glede na BDP. Ugotovil sem, da se je likvidnost na primerjanih trgih povečala. Mediana primerjanih trgov je v letu 2006 znašala 24,69 %, leto kasneje 37,82 %. Balkanski trgi so bili manj likvidni v primerjavi z ostalimi izbranimi trgi, in sicer je v letu 2006 mediana le teh znašala 5,24 %, leto kasneje 7,02 %. Ugotovil sem, da se je likvidnost v primerjanem časovnem obdobju povečala na vseh trgih, vendar je bilo povečanje na balkanskih trgih manjše kot na ostalih primerjanih trgih.

V letu 2006 in 2007 je bilo opaziti na izbranih finančnih trgih pozitiven trend rasti borznih indeksov, ki pa se po vsej verjetnosti ne bo nadaljeval v prihodnosti, zato menim, da bo v kratkem sledil popravek tečajev oziroma se je popravek ne nekaterih trgih že dogodil, še posebej na balkanskih borznih trgih. Kot vemo, se ekonomije gibljejo ciklično, zato menim, da se bo po določenem času trend zopet obrnil v pozitivno smer.

## LITERATURA IN VIRI

1. *Annual Report 2007*. (2007). The Institute of International Finance. Najdeno 22. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.iif.com/about/events+731.php>
2. *Annual Report and Statistics 2007*. World Federation of Exchanges. Najdeno 23. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/publications/2007%20WFE%20Annual%20Report.pdf>
3. *Banjaluška borza*. Najdeno 11. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.blberza.com>
4. Barrett, E., (2004). *The Role of Informal Networks in the Privatisation in Croatia*. IBEU Working Paper. Najdeno 15. junija na spletnem naslovu [http://www.eliamep.gr/eliamep/files/Informality\\_&\\_Privatisation\\_Croatia.pdf](http://www.eliamep.gr/eliamep/files/Informality_&_Privatisation_Croatia.pdf)
5. Bekaert, G. & Campbell, H., (2002). *Research in Emerging Markets finance – Looking to the Future*. Columbia University. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working\\_Papers/W69\\_Research\\_in\\_emerging.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working_Papers/W69_Research_in_emerging.pdf)
6. *Beograjska borza*. Najdeno 11. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.belex.co.yu>
7. Bloomberg portal. Najdeno 28. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com>
8. *Bombajska borza*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bseindia.com/about/abindices/bse30.asp>
9. *Borza Sao Paolo*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bovespa.com.br/indexi.asp>
10. *Bosnia and Herzegovina Strategy Overview*, (2007). EBRD. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ebrd.com/about/strategy/country/bosnherz/index.htm>;
11. De la Torre, A. & Schmuckler L. S. (2007). *Emerging Capital Markets – The Latin America experience*. Stanford University & World Bank.
12. Deželan, S. (1996). *Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
13. Dlesk, M., (2008). *Balkanski trgi*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/bin?bin.svc=obj&bin.id=C99227D4-396C-F708-7DFE-7332B63461FA>
14. *Economic Survey of Mexico – oktober*, (2007). OECD. Najdeno 16. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/dataoecd/19/24/39425922.pdf>
15. *Emerging Markets: Any Lessons for Southeastern Europe*. (2007). Osterreichische Nationalbank. Workshops No.12. Najdeno 27. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.oenb.at/de/img/workshop\\_12\\_tcm14-65927.pdf](http://www.oenb.at/de/img/workshop_12_tcm14-65927.pdf)
16. *Financial Market Trends, november 2007*, (2007). OECD. Vol. 2007/2, No. 93, str. 13–15. Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.oecd.org/document/20/0,3343,en\\_2649\\_34849\\_39653780\\_1\\_1\\_1\\_37467,00.html](http://www.oecd.org/document/20/0,3343,en_2649_34849_39653780_1_1_1_37467,00.html)

17. *Foreign Direct Investmens in Emerging Market Countires*, (2003). CMCG–Captial Market Consultative Group. Najdeno 16. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/cm/cg/2003/eng/091803.HTM>
18. Godina, K., Podatki o državah: *Srbija in Črna Gora*, Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo, Agencija RS za gospodarsko promocijo Slovenije in tuje investicije. Najdeno 18. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.izvoznookno.si>
19. Grm, J. (2007, 2. april). *Bosna in Hercegovina: Vroča ali pregreta?* Najdeno 28. junija na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=7196>
20. Hafner, M. (2007), *Tržna kapitalizacija*, UMAR. Najdeno 29. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.umar.gov.si/fileadmin/user\\_upload/publikacije/pr/2007/ml/ML-Trzna%20kapitalizacija%20\\_Hafner\\_.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/pr/2007/ml/ML-Trzna%20kapitalizacija%20_Hafner_.pdf)
21. Hayo, B.& Kutan, A., (2004). *The impact of News, Oil Prices and global Market Developments on Russian Financial Markets*. Najdeno 18. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bus.umich.edu/KresgeLibrary/Collections/Workingpapers/wdi/wp656.pdf>
22. Heakal, R. (2008). *What Is An Emerging Market?* Najdeno 27. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/03/073003.asp>
23. Jaeger, M. (2007). Brazil – Can the financial and economic boom last, *DB Research*. Najdeno 18. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000216311.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000216311.pdf)
24. Jahangir, A., Dunaway, S. & Prasad, E. (2006). *China and India: Learning from each other Reforms and Policies for Sustained Growth*, IMF. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/seminar/2006/ChiInd/Eng/index.htm>
25. Jazbec, B. (2001). *Makroekonomski vidiki stabilizacije regije*, Slovenska podjetja na trgih bivše Jugoslavije. Ljubljana: Časnik Finance.
26. *Kazalnik P/E*. Najdeno 26. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=461&sid>
27. *Latin American Economic Outlook 2008*, (2008). OECD. Str. 30. Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.oecd.org/document/40/0,3343,en\\_2649\\_33973\\_38789800\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/40/0,3343,en_2649_33973_38789800_1_1_1_1,00.html)
28. *List of Countires by GDP (nominal) per capita 2007*. Najdeno 28. maja 2008 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_GDP\\_\(nominal\)\\_per\\_capita](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(nominal)_per_capita)
29. *List of Countires by GDP (PPP) per capita 2007*. Najdeno 28. maja 2008 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_GDP\\_\(PPP\)\\_per\\_capita](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(PPP)_per_capita)
30. *Macedonia – annual country report March 2007*. Volksbank Group. Najdeno 24. junija na spletnem naslovu [http://www.investkredit.at/at/dt/docs/Macedonia\\_March\\_07\\_oR.pdf](http://www.investkredit.at/at/dt/docs/Macedonia_March_07_oR.pdf)
31. *Makedonska borza – Letno poročilo 2006 in 2007*. Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.mse.com.mk>

32. *Market Capitalization* [Investopedia]. Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/m/marketcapitalization.asp>
33. *Mehiška borza*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bmv.com.mx/>
34. Moser, E. & Nestmann, T., (2007). Russia's Financial Sector – Financial Deepening will support long term Growth, *DB Research*. Najdeno 26. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000214153.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000214153.pdf)
35. Naceur S. & Ghazouani S., (2003). *Stock markets, banks and growth in some MENA region countries*. B.k.: University of Tunis.
36. Norbert, W., Asia Trip Report 2007, *DB Research*, str. 2. Najdeno 18. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000215634.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000215634.pdf)
37. Olsson, C. (2002). *Risk Management in Emerging Markets*. London: Pearson Education.
38. Pfajfar, L. & Arh, F., (2005). *Statistika I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
39. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. (2. izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Rašković, G. (2002). *Privatizacija v federaciji BIH na primeru velike privatizacije*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. *Region Market Capitalization*. Najdeno 24. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.mvi.rs/new/en/smo/index.php?page=region\\_market\\_capitalization](http://www.mvi.rs/new/en/smo/index.php?page=region_market_capitalization)
42. *Ruska borza*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.rts.ru/s620>
43. *Sarajevska borza*. Najdeno 11. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.sase.ba>
44. Schaffer, T., (2005). India as Global Power, *DB Research*. Najdeno 26. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD0000000000194311.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000194311.pdf)
45. *Serbia, Financial sector note*, (2004). World Bank. Najdeno 22. junija 2008 na spletnem naslovu <http://siteresources.worldbank.org/INTSERBIA/Resources/SerbiaFSN.pdf>
46. *Stock Market Capitalization to GDP Ratio* [Investopedia]. Najdeno 22. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/m/marketcapgdp.asp>
47. Šanghajska borza. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.sse.com.cn/sseportal/en\\_us/ps/home.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/home.shtml)
48. Škerlak, A. (2007, 3. april). Kaj lahko ustavi rast tečajev na balkanskih borzah? *Dnevnik*. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.publikum.si/sl/novinarsko\\_sredisce/clanki\\_in\\_prispevki/7/?wireframe=print](http://www.publikum.si/sl/novinarsko_sredisce/clanki_in_prispevki/7/?wireframe=print)
49. Tavčar, B. (2005), *Realna stopnja rasti bruto domačega proizvoda*, UMAR. Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.umar.gov.si/fileadmin/user\\_upload/publikacije/pr/2007/ml/ML-Realna%20rast%20BDP%20\\_Tavcar\\_.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/pr/2007/ml/ML-Realna%20rast%20BDP%20_Tavcar_.pdf)
50. Trinh, T., (2006). ASIA 2010+, Trends determining Emerging Asia's Future, *DB Research*. Najdeno 17. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000202960.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000202960.pdf)

51. Tulay, A. (1998) *Financial Markets and Globalization in Turkey*, University of Istanbul, Faculty of Economics. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.luc.edu/orgs/meea/volume1/arın.pdf>
52. *Učešće nerezidenata u prometu u godini 2006 in 2007*. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.crhovrs.org/www2/cr/index.php?option=com\\_content&view=category&id=40&Itemid=60](http://www.crhovrs.org/www2/cr/index.php?option=com_content&view=category&id=40&Itemid=60)
53. *Učešće stranih investitora u ukupnem trgovanju*. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.podunavac.com/html/BSE-FIT/PDF/FIT.pdf>
54. Veselinovič, D. (1995). *Borzni priročnik*. (2. dopolnjena izd.), Ljubljana: Gospodarski vestnik.
55. Vizek, M. & Dadić, T. (2005). *Integration of Croatian, CEE and EU Equity Markets: Cointegration approach*. Zagreb: Institute of Economics. Najdeno 22. junija 2008 na spletnem naslovu [hrcak.srce.hr/file/12891](http://hrcak.srce.hr/file/12891)
56. *World Economic Outlook 2007*. (oktober 2007). IMF. Najdeno 25. junija na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/pdf/text.pdf>
57. *Zagrebška borza*. Najdeno 15. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.zse.hr>
58. Žlogar, D., Podatki o državah: *Hrvaška, Bosna in Hercegovina*. Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo, Agencija RS za gospodarsko promocijo Slovenije in tuje investicije. Najdeno 18. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.izvoznookno.si>

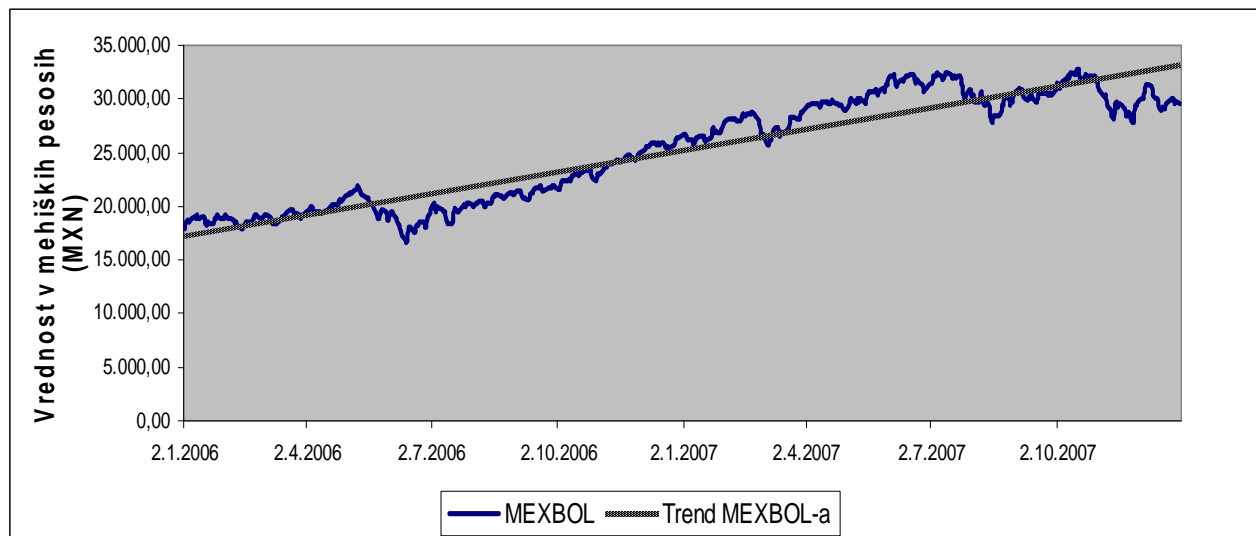
## PRILOGE

Priloga 1: Struktura indeksa MEXBOL na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                        | Delež v indeksu v % | Panoga                 |
|--------------------------------------|---------------------|------------------------|
| America Movil SAB de CV              | 25,12               | Telekomunikacije       |
| Wal-Mart de Mexico SAB de CV         | 10,57               | Storitve/trgovina      |
| Cemex SAB de CV                      | 7,34                | Surovine               |
| Carso Global Telecom SAB de CV       | 5,90                | Telekomunikacije       |
| Grupo Mexico SAB de CV               | 5,86                | Rudarstvo in transport |
| Telefonos de Mexico SAB de CV        | 4,40                | Telekomunikacije       |
| Grupo Televisa SA                    | 4,24                | Mediji                 |
| Grupo Carso SAB de CV                | 3,18                | Finance                |
| Industrias Penoles SAB de CV         | 3,03                | Surovine               |
| Grupo Financiero Banorte SAB de CV   | 3,01                | Finance                |
| Fomento Economico Mexicano SAB de CV | 2,98                | Živilska industrija    |
| Grupo Financiero Inbursa SA          | 2,82                | Finance                |
| Grupo Elektra SA de CV               | 2,63                | Storitve/trgovina      |
| Grupo Bimbo SAB de CV                | 2,53                | Živilska industrija    |
| Organizacion Soriana SAB de CV       | 1,71                | Storitve/trgovina      |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 2: Gibanje indeksa MEXBOL od 2. 1. 2006 do 31. 12. 2007



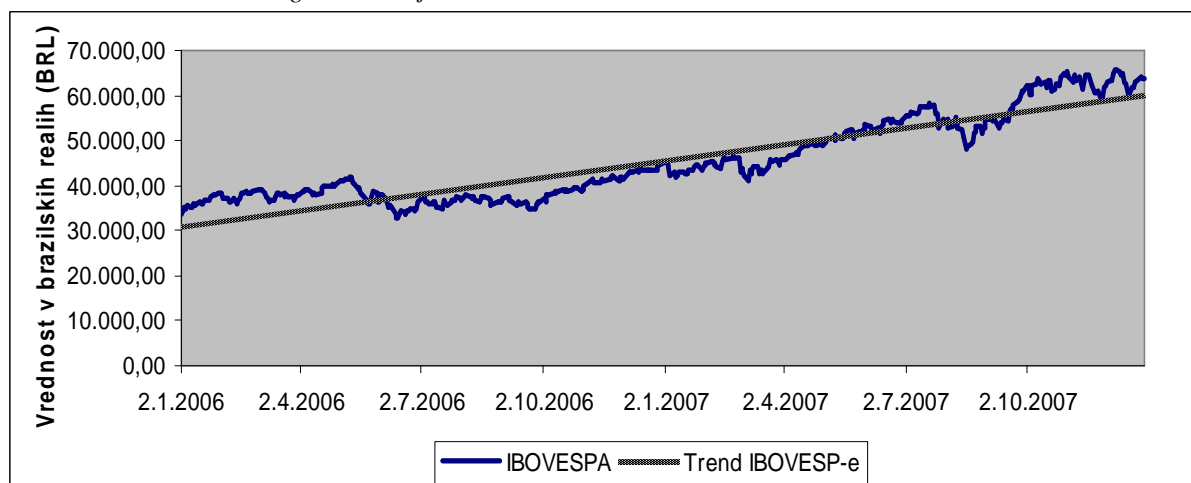
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 3: Struktura indeksa IBOVESPA na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                          | Delež v indeksu v % | Panoga              |
|--|---------------------|---------------------|
| Petroleo Brasileiro SA                 | 19,88               | Energetika          |
| Cia Vale do Rio Doce                   | 11,17               | Surovine            |
| Banco Bradesco SA                      | 3,89                | Finance             |
| Petroleo Brasileiro SA                 | 3,63                | Energetika          |
| Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA | 3,07                | Kovinska industrija |
| Cia Vale do Rio Doce                   | 2,85                | Surovine – rude     |
| Cia Siderurgica Nacional SA            | 2,81                | Surovine            |
| Banco Itau Holding Financeira SA       | 2,58                | Finance             |
| Gerdau SA                              | 2,36                | Surovine            |
| Unibanco                               | 2,19                | Finance             |
| Investimentos Itau SA                  | 1,79                | Finance             |
| All America Latina Logistica SA        | 1,71                | Transport           |
| Banco do Brasil SA                     | 1,59                | Finance             |
| Tele Norte Leste Participacoes SA      | 1,58                | Telekomunikacije    |
| Cosan SA Industria e Comercio          | 1,50                | Živilska industrija |
| Gol Linhas Aereas Inteligentes SA      | 1,46                | Transport           |
| Bradespar SA                           | 1,44                | Finance             |
| Tam SA                                 | 1,40                | Transport           |
| Cia Energetica de Minas Gerais         | 1,32                | Energetika          |
| Cia Energetica de Sao Paulo            | 1,26                | Energetika          |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 4: Gibanje indeksa IBOVESPA od 2. 1. 2006 do 28. 12. 2007



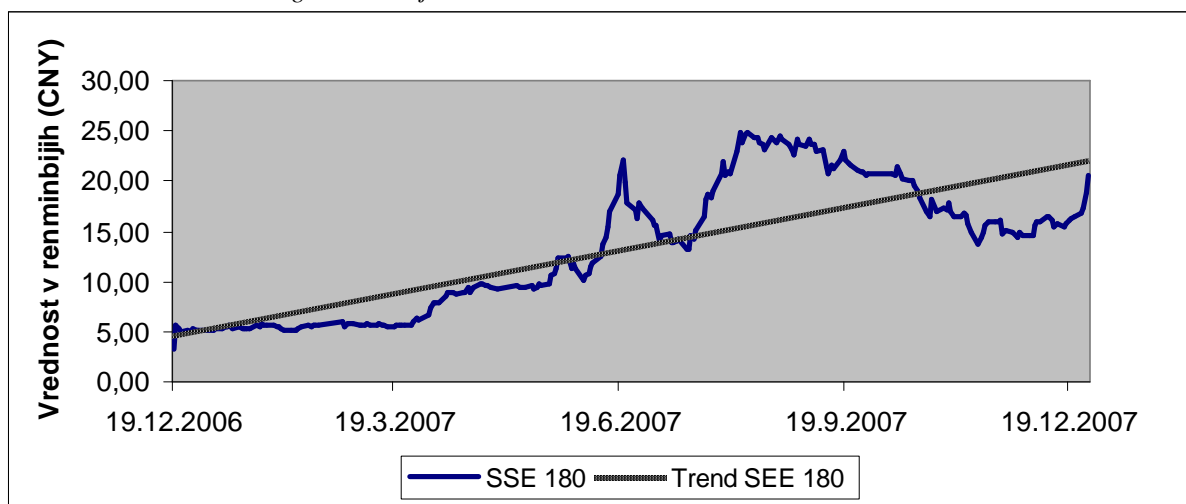
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 5: Struktura indeksa SSE 180 na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                            | Delež v indeksu v % | Panoga           |
|--|---------------------|------------------|
| China Petroleum & Chemical Corp          | 6,79                | Energetika       |
| Citic Securities Co Ltd/China            | 6,13                | Finance          |
| China Shenhua Energy Co Ltd              | 4,48                | Energetika       |
| China Minsheng Banking Corp Ltd          | 4,45                | Finance          |
| China Merchants Bank Co Ltd              | 3,96                | Finance          |
| Shanghai Pudong Development Bank         | 3,81                | Finance          |
| China United Telecommunications Corp Ltd | 2,65                | Telekomunikacije |
| Baoshan Iron & Steel Co Ltd              | 2,53                | Surovine         |
| China Yangtze Power Co Ltd               | 2,28                | Energetika       |
| Kweichow Moutai Co Ltd                   | 2,25                | Surovine         |
| Datang International Power Generation Co | 2,17                | Energetika       |
| Ping An Insurance Group Co of China Ltd  | 2,10                | Finance          |
| Daqin Railway Co Ltd                     | 2,07                | Transport        |
| Industrial & Commercial Bank of China    | 2,03                | Finance          |
| PetroChina Co Ltd                        | 1,92                | Energetika       |
| Shanghai International Port Group Co Ltd | 1,58                | Storitve         |
| Aluminum Corp of China Ltd               | 1,46                | Surovine         |
| Wuhan Iron & Steel Co Ltd                | 1,28                | Surovine         |
| Huaneng Power International Inc          | 1,11                | Energetika       |
| China Life Insurance Co Ltd              | 1,08                | Finance          |
| Industrial Bank Co Ltd                   | 1,07                | Finance          |
| SAIC Motor Corp Ltd                      | 1,07                | Motorna vozila   |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 6: Gibanje indeksa SSE 180 od 19. 12. 2006 do 27. 12. 2007



Vir: Bloomberg, 2008.

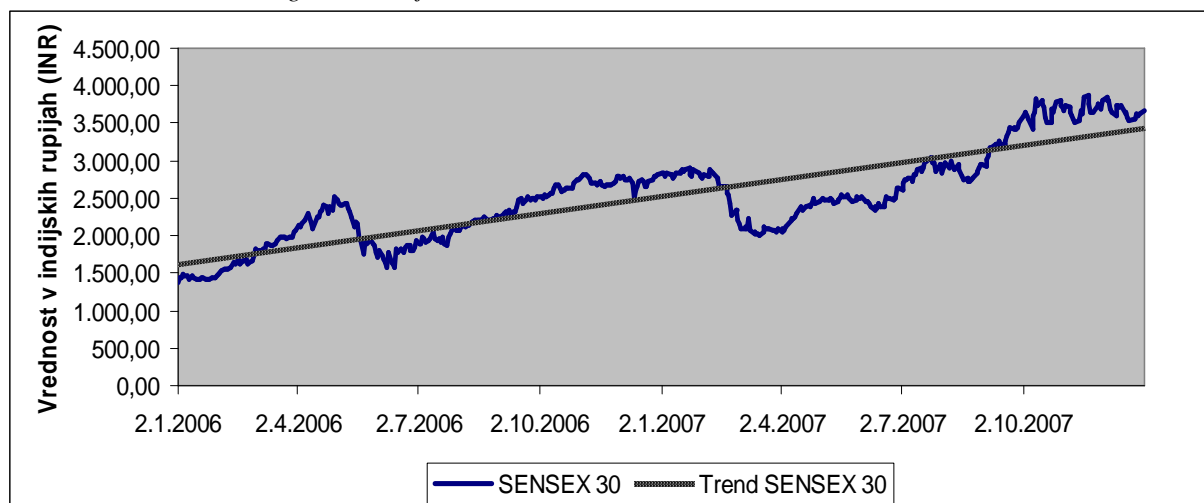


Priloga 7: Struktura indeksa SENSEX 30 na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                    | Delež v indeksu v % | Panoga                    |
|----------------------------------|---------------------|---------------------------|
| Reliance Industries Ltd          | 15,24               | Finance                   |
| ICICI Bank Ltd                   | 9,86                | Finance                   |
| Larsen & Toubro Ltd              | 7,94                | Informacijska tehnologija |
| Infosys Technologies Ltd         | 6,25                | Informacijska tehnologija |
| Housing Development Finance Corp | 4,96                | Finance                   |
| Bharti Airtel Ltd                | 4,81                | Telekomunikacije          |
| State Bank of India Ltd          | 4,08                | Finance                   |
| ITC Ltd                          | 4,01                | Finance                   |
| Reliance Communications Ltd      | 3,92                | Telekomunikacije          |
| Oil & Natural Gas Corp Ltd       | 3,85                | Energetika                |
| HDFC Bank Ltd                    | 3,56                | Finance                   |
| Tata Steel Ltd                   | 3,48                | Surovine                  |
| Bharat Heavy Electricals Ltd     | 3,23                | Energetika                |
| Reliance Infrastructure Ltd      | 2,37                | Infrastruktura            |
| NTPC Ltd                         | 2,26                | Energetika                |
| Satyam Computer Services Ltd     | 2,09                | Tehnologija               |
| DLF Ltd                          | 2,00                | Storitve                  |
| Tata Consultancy Services Ltd    | 1,92                | Tehnologija               |
| Grasim Industries Ltd            | 1,83                | Surovine                  |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 8: Gibanje indeksa SENSEX 30 od 2. 1. 2006 do 31. 12. 2007



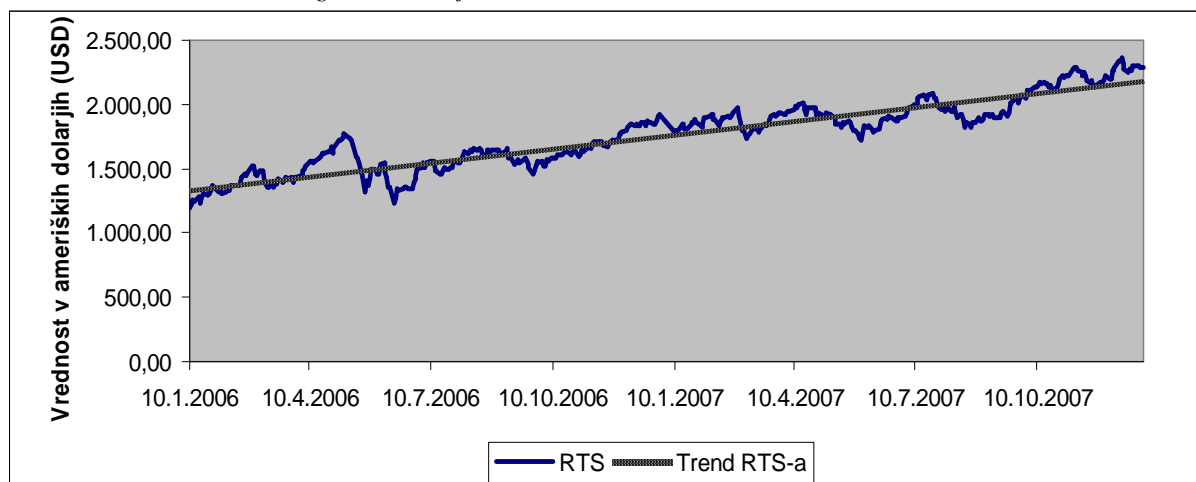
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 9: Struktura indeksa RTS na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                   | Delež v indeksu v % | Panoga           |
|---------------------------------|---------------------|------------------|
| Gazprom OAO                     | 15,33               | Energetika       |
| LUKOIL                          | 14,54               | Energetika       |
| Sberbank                        | 13,34               | Finance          |
| Rosneft Oil Co                  | 7,72                | Energetika       |
| Surgutneftegaz                  | 5,62                | Energetika       |
| MMC Norilsk Nickel              | 5,13                | Surovine         |
| Unified Energy System OAO       | 4,11                | Energetika       |
| VTB Bank OJSC                   | 3,46                | Finance          |
| NovaTek OAO                     | 2,89                | Energetika       |
| Tatneft                         | 2,01                | Energetika       |
| Novolipetsk Steel OJSC          | 1,83                | Surovine         |
| Surgutneftegaz                  | 1,77                | Energetika       |
| Severstal                       | 1,74                | Surovine         |
| Uralkali                        | 1,68                | Kmetijstvo       |
| Transneft                       | 1,59                | Energetika       |
| Polyus Gold Co                  | 1,56                | Surovine         |
| Magnitogorsk Iron & Steel Works | 1,11                | Surovine         |
| Sberbank                        | 1,10                | Finance          |
| TMK OAO                         | 0,97                | Surovine         |
| Rostelecom                      | 0,87                | Telekomunikacije |
| Mechel                          | 0,86                | Surovine         |
| Mobile Telesystems OJSC         | 0,78                | Telekomunikacije |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 10: Gibanje indeksa RTS od 10. 1. 2006 do 28. 12. 2007



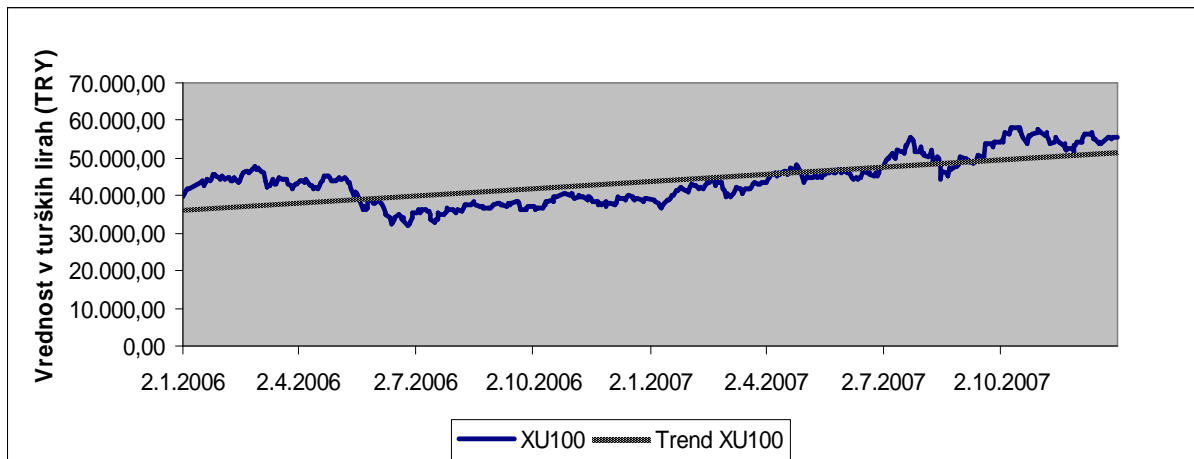
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 11: Struktura indeksa XU 100 na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                            | Delež v indeksu v % | Panoga                 |
|--|---------------------|------------------------|
| Türkiye Garanti Bankasi AS               | 12,09               | Finance                |
| Akbank TAS                               | 9,91                | Finance                |
| Türkcell İletisim Hizmet AS              | 7,72                | Telekomunikacije       |
| Türkiye İs Bankasi                       | 7,05                | Finance                |
| Eregli Demir ve Çelik Fabrikalari TAS    | 4,58                | Surovine               |
| Tupras Türkiye Petrol Rafine             | 4,43                | Energetika             |
| Türkiye Halk Bankasi AS                  | 4,02                | Finance                |
| Yapi ve Kredi Bankasi AS                 | 3,57                | Finance                |
| Haci Omer Sabanci Holding AS             | 3,06                | Finance                |
| Anadolu Efes Biracilik Ve Malt Sanayii A | 2,97                | Živilska ind. - pijača |
| Türkiye Vakiflar Bankasi Tao             | 2,73                | Finance                |
| Enka Insaat ve Sanayi AS                 | 2,53                | Gradbeništvo           |
| KOC Holding AS                           | 2,34                | Finance                |
| Migros Turk TAS                          | 2,24                | Storitve/ trgovina     |
| Sekerbank TAS                            | 2,17                | Finance                |
| Asya Katilim Bankasi AS                  | 1,43                | Finance                |
| Finansbank AS/Turkey                     | 1,32                | Finance                |
| Dogan Sirketler Grubu Holdings           | 1,19                | Finance                |
| Dogan Yayin Holding                      | 1,06                | Mediji                 |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 12: Gibanje indeksa XU 100 od 2. 1. 2006 do 31. 12. 2007



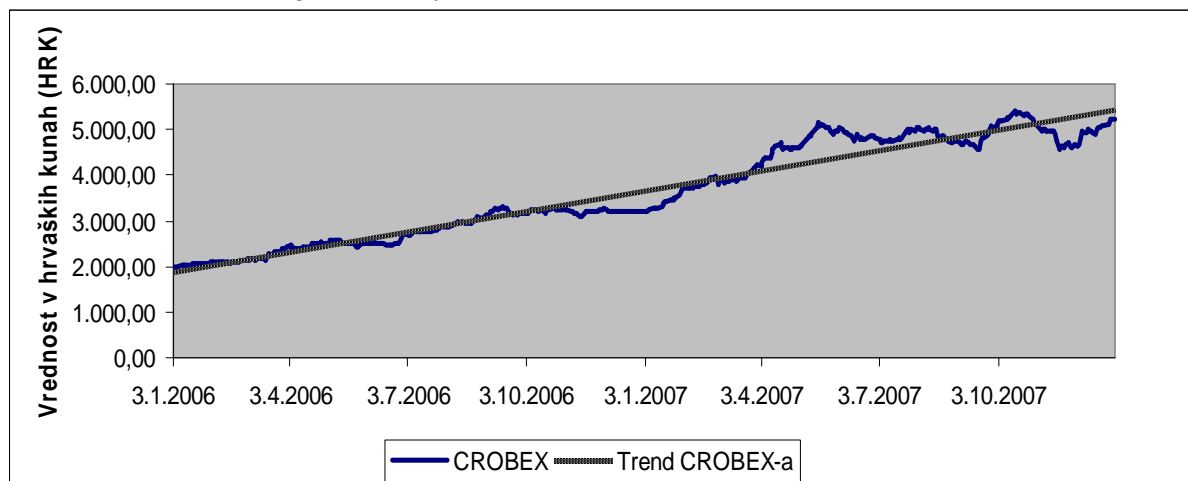
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 13: Struktura indeksa CROBEX na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                         | Delež v indeksu v % | Panoga                        |
|---------------------------------------|---------------------|-------------------------------|
| INA Industrija Nafta d.d.             | 12,39               | Energetika                    |
| Adris Grupa d.d.                      | 10,17               | Turizam in tobačna industrija |
| Atlantska Plovidba d.d.               | 9,38                | Transport                     |
| Ericsson Nikola Tesla                 | 5,90                | Tehnologija                   |
| Institut Građevinarstva Hrvatske d.d. | 5,28                | Inženirstvo                   |
| Dalekovod d.d.                        | 5,10                | Gradbeništvo                  |
| Podravka d.d.                         | 4,54                | Živilska industrija           |
| Ingra d.d.                            | 4,26                | Gradbeništvo                  |
| Zagrebačka Banka d.d.                 | 4,03                | Finance                       |
| Tehnika d.d.                          | 3,98                | Gradbeništvo                  |
| Croatia Osiguranje d.d.               | 3,43                | Finance                       |
| Koncar-Elektroindustrija d.d.         | 3,29                | Elektroindustrija             |
| Viadukt d.d.                          | 2,85                | Gradbeništvo                  |
| Privredna Banka Zagreb d.d.           | 2,63                | Finance                       |
| Tankerska Plovidba d.d.               | 2,09                | Transport                     |
| VIRO Tvornica Sečera                  | 2,09                | Živilska industrija           |
| Dom Holding d.d.                      | 1,76                | Finance                       |
| Luka Rijeka d.d.                      | 1,73                | Transport                     |
| Belisce d.d.                          | 1,70                | Papirna industrija            |
| Uljanik Plovidba d.d.                 | 1,70                | Transport                     |
| Riviera Poreč d.d.                    | 1,45                | Turizam                       |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 14: Gibanje indeksa CROBEX od 3. 1. 2006 do 31. 12. 2007



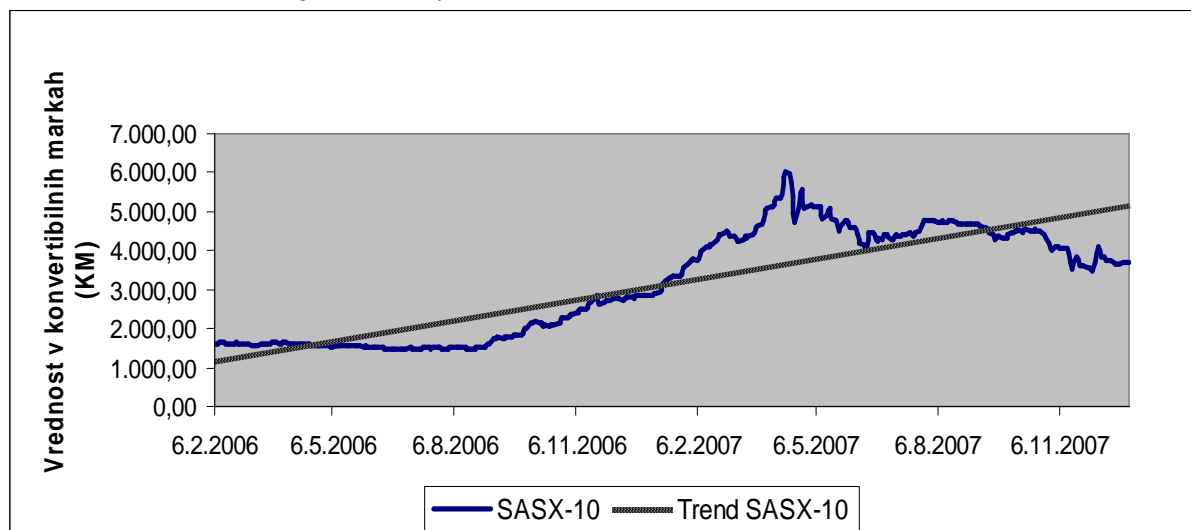
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 15: Struktura indeksa SASX-10 na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                         | Delež v indeksu v % | Panoga             |
|---------------------------------------|---------------------|--------------------|
| JP Elektroprivreda BiH d.d. Sarajevo  | 20,00%              | Energetika         |
| BH-Telecom d.d. Sarajevo              | 20,00%              | Telekomunikacije   |
| JP Elektroprivreda HZHB d.d. Mostar   | 20,00%              | Energetika         |
| Energoinvest d.d. Sarajevo            | 11,74%              | Energetika         |
| Fabrika duhana Sarajevo d.d. Sarajevo | 8,14%               | Tobačna industrija |
| Bosnalijek d.d. Sarajevo              | 6,89%               | Farmaceutvska ind. |
| Energopetrol d.d. Sarajevo            | 4,07%               | Energetika         |
| Sarajevo Osiguranje d.d. Sarajevo     | 3,37%               | Finance            |
| ABS-Banka d.d. Sarajevo               | 3,06%               | Finance            |
| Hidrogradnja d.d. Sarajevo            | 2,69%               | Energetika         |

Vir: Sarajevska borza, 2008.

Priloga 16: Gibanje indeksa SASX-10 od 6. 2. 2006 do 28. 12. 2007



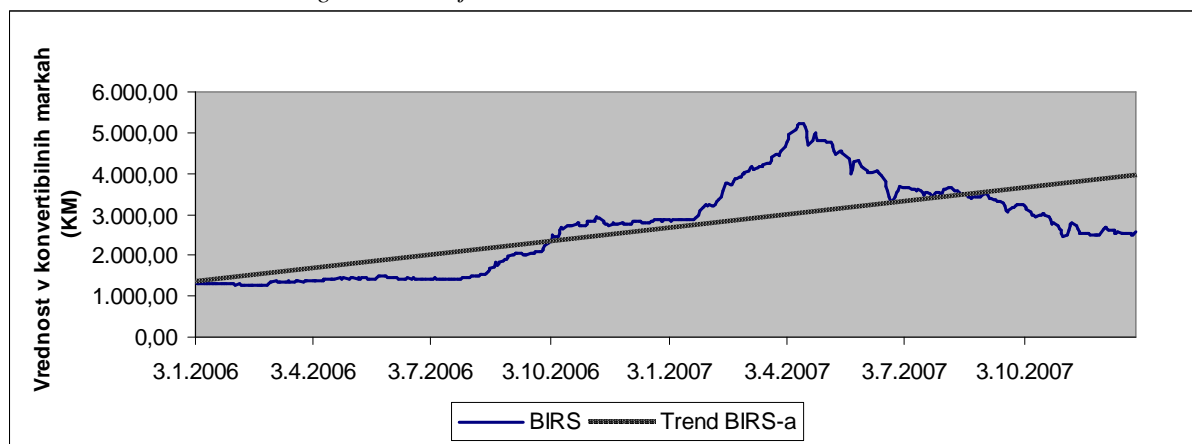
Vir: Sarajevska borza, 2008.

Priloga 17: Struktura indeksa BIRS na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                           | Delež v indeksu v % | Panoga              |
|---|---------------------|---------------------|
| Telekom Srpske AD Banja Luka            | 19,63%              | Telekomunikacije    |
| Nova Banka AD Banja Luka                | 11,75%              | Finance             |
| Tržnica AD Banja Luka                   | 6,43%               | Storitve/trgovina   |
| Birač AD Zvornik                        | 6,07%               | Surovine            |
| Hidroelekt. na Trebišnjici AD Trebinje  | 5,16%               | Energetika          |
| Rafinerija nafte AD Bosanski brod       | 5,02%               | Energetika          |
| Hidroelektrarne na Drini AD Višegrad    | 4,75%               | Energetika          |
| Rafinerija ulja AD Modriča              | 4,68%               | Energetika          |
| NLB razvojna banka AD Banja Luka        | 4,61%               | Finance             |
| ZTC Banja Vrućica AD Teslić             | 3,62%               | Storitve            |
| R I TE Gacko AD Gacko                   | 3,24%               | Energetika          |
| Željeznice RS AD, Doboj                 | 2,97%               | Transport           |
| R I TE Ugljevik AD Ugljevik             | 2,52%               | Energetika          |
| Boksit AD Milići                        | 2,44%               | Surovine            |
| Hemijska industr. destilacije AD Teslić | 2,19%               | Kemijska industrija |
| Hidroelektrarne na Vrbasu AD M.Grad     | 2,09%               | Energetika          |
| UNIS-fabrika cijevi AD Derventa         | 1,56%               | Kovinska industrija |
| Elektrokrajina AD Banja Luka            | 1,53%               | Energetika          |

Vir: Bloomberg, 2008, Banjaluška borza, 2008.

Priloga 18: Gibanje indeksa BIRS od 3. 1. 2006 do 28. 12. 2007



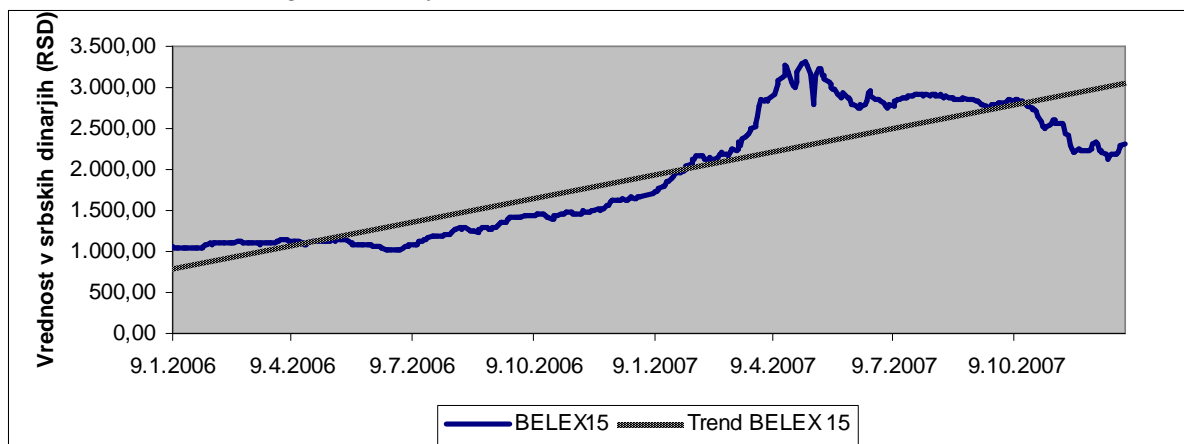
Vir: Banjaluška borza, 2008.

Priloga 19: Struktura indeksa BELEX 15 na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice                    | Delež v indeksu v % | Panoga                   |
|----------------------------------|---------------------|--------------------------|
| AIK Banka AD                     | 24,34               | Finance                  |
| Komercijalna Banka AD Beograd    | 15,56               | Finance                  |
| Energoprojekt Holding ad Beograd | 13,60               | Capital Goods            |
| Univerzal banka AD Beograd       | 8,45                | Finance                  |
| Agrobanka AD Beograd             | 6,65                | Finance                  |
| Metals banka AD Novi Sad         | 6,37                | Finance                  |
| Sojaprotein AD Becej             | 6,12                | Živilska industrija      |
| Privredna Banka AD Beograd       | 3,64                | Finance                  |
| Jubmes Banka AD                  | 2,87                | Finance                  |
| Imlek AD                         | 2,40                | Živilska industrija      |
| Metalac AD Gornji Milanovac      | 2,21                | Kovinska industrija      |
| MESSER Tehnogas AD               | 2,20                | Tehnični plini           |
| Bambi AD                         | 2,02                | Živilska industrija      |
| Telefonija AD                    | 1,99                | Komunikacije/tehnologija |
| Tigar AD Pirot                   | 1,59                | Gumarska industrija      |

Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 20: Gibanje indeksa BELEX 15 od 9 .1. 2006 do 31. 12. 2007



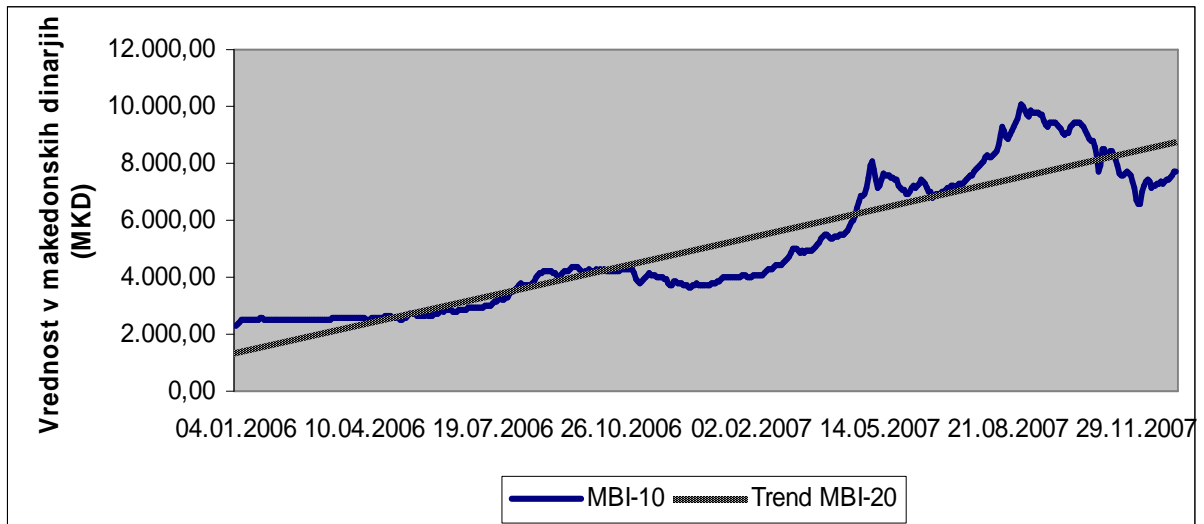
Vir: Bloomberg, 2008.

Priloga 21: Struktura indeksa MBI-10 na dan 31. 12. 2007

| Naziv delnice            | Delež v indeksu v % | Panoga              |
|--------------------------|---------------------|---------------------|
| Alkaloid Skopje          | 22,62               | Kemična industrija  |
| Komercialna Banka Skopje | 20,56               | Finance             |
| Makpetrol Skopje         | 15,76               | Energetika          |
| Makstil Skopje           | 11,08               | Kovinska industrija |
| Granit Skopje            | 8,65                | Gradbeništvo        |
| Toplifikacija Skopje     | 7,08                | Energetika          |
| Stopanska Banka Bitola   | 5,32                | Finance             |
| Ohridska Banka Ohrid     | 3,53                | Finance             |
| ZK Pelagonija AD Bitola  | 3,91                | Živilska industrija |
| Beton Skopje             | 1,86                | Gradbeništvo        |

Vir: Makedonska borza, 2008.

Priloga 22: Gibanje indeksa MBI-10 od 4. 1. 2006 do 28. 12. 2007



Vir: Bloomberg, 2008, Makedonska borza, 2008.



Priloga 23: Deleži tujih investitorjev na Banjaluški borzi v letu 2006

| OD        | DO            | Skupna vrednost prometa | % Prodaj tujih investitorjev | Vrednost tujih prodaj | % Nakupov tujih investitorjev | Vrednost tujih nakupov |
|-----------|---------------|-------------------------|------------------------------|-----------------------|-------------------------------|------------------------|
| 1.1.2006  | 31.1.2006     | 9.599.921,99            | 16,80                        | 1.612.786,89          | 27,80                         | 2.668.778,31           |
| 1.2.2006  | 28.2.2006     | 12.177.265,80           | 29,60                        | 3.604.470,68          | 39,60                         | 4.822.197,26           |
| 1.3.2006  | 31.3.2006     | 21.863.644,40           | 35,80                        | 7.827.184,70          | 39,90                         | 8.723.594,12           |
| 1.4.2006  | 30.4.2006     | 27.777.379,80           | 17,80                        | 4.944.373,60          | 24,40                         | 6.777.680,67           |
| 1.5.2006  | 31.5.2006     | 21.048.008,30           | 15,50                        | 3.262.441,29          | 39,50                         | 8.313.963,28           |
| 1.6.2006  | 30.6.2006     | 28.366.971,50           | 9,30                         | 2.638.128,35          | 46,10                         | 13.077.173,86          |
| 1.7.2006  | 31.7.2006     | 20.730.310,40           | 16,50                        | 3.420.501,22          | 39,10                         | 8.105.551,37           |
| 1.8.2006  | 31.8.2006     | 34.459.786,20           | 18,30                        | 6.306.140,87          | 38,40                         | 13.232.557,90          |
| 1.9.2006  | 30.9.2006     | 46.260.552,10           | 18,20                        | 8.419.420,48          | 41,40                         | 19.151.868,57          |
| 1.10.2006 | 31.10.2006    | 68.547.313,00           | 26,70                        | 18.302.132,57         | 39,30                         | 26.939.094,01          |
| 1.11.2006 | 30.11.2006    | 47.928.954,90           | 27,60                        | 13.228.391,55         | 35,30                         | 16.918.921,08          |
| 1.12.2006 | 31.12.2006    | 41.463.958,70           | 29,40                        | 12.190.403,86         | 38,20                         | 15.839.232,22          |
|           |               | 380.224.067,09          |                              | 85.756.376,06         |                               | 144.570.612,65         |
| Odstotek: |               |                         |                              | <b>22,55</b>          |                               | <b>38,02</b>           |
| Razlika:  | 58.814.236,58 | Neto nakupi:            | <b>15,47 %</b>               |                       |                               |                        |

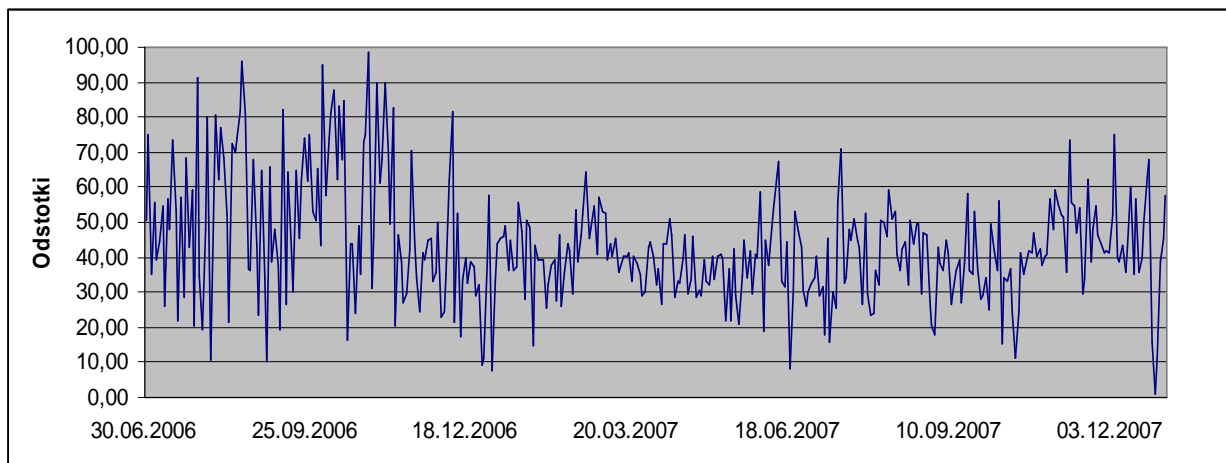
Vir: Učešće nerezidenata u prometu u godini 2006. Lastni izračun.

Priloga 24: Deleži tujih investitorjev na Banjaluški borzi v letu 2007

| OD        | DO         | Skupna vrednost prometa | % Prodaj nerezidentov | Vrednost tujih prodaj | % Nakupov nerezidentov | Vrednost tujih nakupov |
|-----------|------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| 1.1.2007  | 31.1.2007  | 27.886.592              | 21,2                  | 5.911.958             | 48,5                   | 13.524.997             |
| 1.2.2007  | 28.2.2007  | 82.576.776              | 36,9                  | 30.470.830            | 37,5                   | 30.966.291             |
| 1.3.2007  | 31.3.2007  | 100.715.753             | 28,8                  | 29.006.137            | 28,6                   | 28.804.705             |
| 1.4.2007  | 30.4.2007  | 116.230.164             | 22,9                  | 26.616.708            | 31,3                   | 36.380.041             |
| 1.5.2007  | 31.5.2007  | 61.502.659              | 24,5                  | 15.068.151            | 33,9                   | 20.849.401             |
| 1.6.2007  | 30.6.2007  | 37.848.770              | 18,5                  | 7.002.022             | 37,8                   | 14.306.835             |
| 1.7.2007  | 31.7.2007  | 114.223.958             | 74,4                  | 84.982.625            | 81,1                   | 92.635.630             |
| 1.8.2007  | 31.8.2007  | 43.237.942              | 14,1                  | 6.096.550             | 46,1                   | 19.932.691             |
| 1.9.2007  | 30.9.2007  | 31.909.915              | 14,1                  | 4.499.298             | 26,3                   | 8.392.308              |
| 1.10.2007 | 31.10.2007 | 50.438.550              | 52,2                  | 26.328.923            | 56,3                   | 28.396.904             |
| 1.11.2007 | 30.11.2007 | 42.397.219              | 56,7                  | 24.039.223            | 41,7                   | 17.679.640             |
| 1.12.2007 | 31.12.2007 | 26.992.820              | 19,6                  | 5.290.593             | 31,5                   | 8.502.738              |
|           |            | 708.968.297             |                       | 265.313.018           |                        | 320.372.182            |
| Odstotek: |            |                         |                       | <b>37,42</b>          |                        | <b>45,19</b>           |
| Razlika:  | 55.059.165 | Neto nakupi:            | <b>7,77 %</b>         |                       |                        |                        |

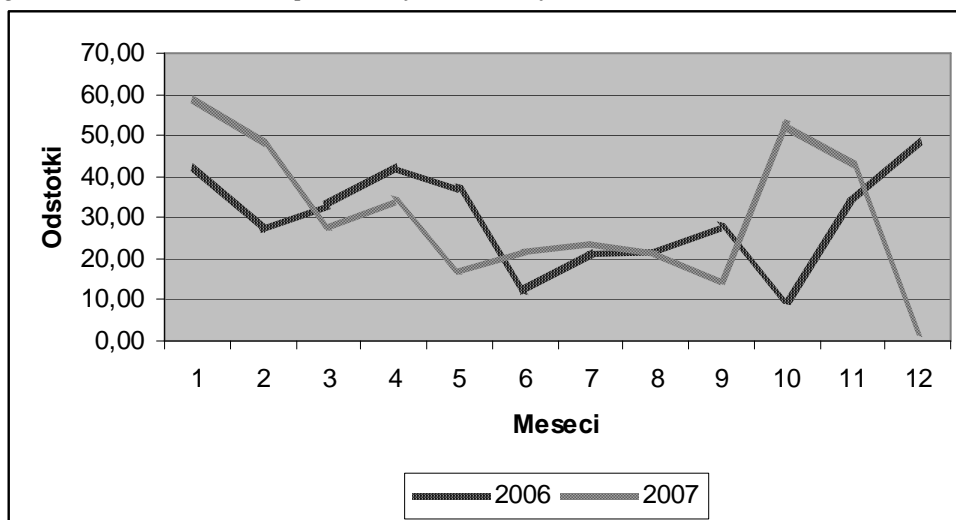
Vir: Učešće nerezidenata u prometu u godini 2007. Lastni izračun.

Priloga 25: Dnevni delež tujih investitorjev (FIT) na Beograjski borzi od 30. 6. 2006 do 31. 12. 2007



Vir: Učesče stranih investitora u ukupnem trgovanju, 2008.

Priloga 26: Mesečni deleži neto prilivov tujih investitorjev na Makedonski borzi v letu 2006 in 2007



Vir: Letno poročilo Makedonske borze 2006 in 2007.