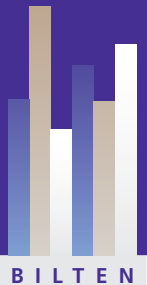


Naložbeni pregled NLB Skladi

NLB d.d. številka 10/2009 oktober 2009



»Ljudje hitro verjamemo v tisto, kar si želimo, in si hkrati zamišljamo, da drugi mislijo enako.«

Julij Cezar, nekdanji rimski vladar in vlagatelj



Na borzo ali bežati od nje?

..... kazalo

- 2 Borzna centrifuga 2006–2009 v sedmih stopnjah**
Kdo se po izjemni borzni centrifugi na borzo lahko poda in kdo mora od nje bežati? Je tudi težko kovaško nakovalno lahko dobra naložba?
- 4 Deset borznih mitov, ki seveda ne držijo**
Moramo za dober rezultat na borzi denar res intenzivno obračati? Se splača kupovati delnice, ki so se močno pocenile? Ali borzne naložbe za starejše osebe res niso primerne?
- 6 Nas čaka čezmerna inflacija ali deflacija?**
Kakšni tipi naložb se bodo najbolje obnesli v vsakem izmed obeh scenarijev?
- 8 Naložbena kombinacija, ki je prestala borzni stres test**
Največji vzajemni sklad družbe NLB Skladi je v zadnjih petih letih kljub izjemni finančni krizi pokazal veliko trpežnost. Gre za izjemno dolgočasen vzajemni sklad, primeren za vlagatelje, katerih življenje je dovolj zanimivo, da adrenalina ne iščejo na borzi.
- 9 Naložbeno zavarovanje, vezano na vzajemne sklade – dve muhi na en mah**
Predstavljamo vam študentsko življenjsko zavarovanje za otroka, ki hkrati omogoča naložbo v vzajemne sklade.
- 11 Kje pridobiti pomembne informacije o vzajemnih skladih NLB Skladi**
Vzajemni skladi NLB Skladi sodijo med najpreglednejše na trgu, saj podatke o njihovih naložbah razkrivamo precej obširneje, kot zahteva zakonodaja. Naši vlagatelji imajo namreč pravico vedeti, kam vzajemni skladi nalagajo sredstva.
- 13 Kako dolg je borzni dolgi rok?**
Po izjemno slabem desetletju na svetovnih borzah smiselnost dolgoročnega vlaganja v delnice marsikdo postavlja pod vprašaj. Vendar pa večina tistih, ki to počne, nikoli ni ustrezno razumela ključnega sporočila dolgoročnega vlaganja.
- 16 Ali ste vedeli?**
Veliko vlagateljev se v naložbe poda z napačnim vprašanjem: »Kateri vzajemni sklad ali delnica bo v prihodnje najdonosnejša?« Ustrezno prvo vprašanje vlagatelja se glasi drugače: »Kakšen tip vlagatelja sem?« Pri oceni vašega osebnega finančnega profila vam lahko pomagamo.

Borzna centrifuga 2006-2009 v sedmih stopnjah

Kdo se na borzo lahko poda in kdo mora od nje bežati?

mag. Robert Kleindienst,
predsednik uprave,
NLB Skladi, d.o.o.

Vlagatelj, ki bi v svetovno razpršen delniški portfelj ali v zmerno uspešen svetovno razpršen delniški sklad denar vložil 15. junija 2007, ko so svetovni borzni indeksi dosegli vrh, vajo pa bi v enaki meri ponovil 9. marca letos, bi v času zdajšnje krize dosegel povsem solidno, petodstotno donosnost svoje naložbe. Statistična verjetnost naključne izbire posameznega izmed teh dveh datumov je enaka, praktična verjetnost pa je pri malih vlagateljih močno nagnjena v prid 15. juniju 2007. Zakaj?

1. stopnja: cvetenje, vročina in veselje

Ko sem pred dnevi v enem od časopisov zasledil zanimivo lestvico donosnosti balkanskih skladov v letošnjem letu, sem se seveda takoj spomnil velikodušnih let 2006 in 2007. Tedaj se je borzne dogodke na Balkanu opisovalo tudi s precej vremensko obarvanimi naslovi: *Balkanski skladi cvetijo, Balkan je za vlagatelje vse bolj vroč, Vesela jesen. Z nostalgijo sem se spomnil tudi nekaterih ličnih oglasov, ki so vabili v novo Švico 21. stoletja.*

Pomemben del prihrankov slovenskega prebivalstva je tedaj romal na Balkan, kar ni bilo nič nenavadnega, saj je dolgočasni bančni depozit na letni ravni prinesel približno toliko, kot so balkanske delnice pogosto prinesle v enem dnevu. Seveda vrsto dni zapored in po mnenju nekaterih komentatorjev celo s povsem znosnim naložbenim tveganjem.

2. stopnja: zasuk na glavo

Da je zdaj vse povsem drugače, je jasno vsem. Opozorila, ki nas nenehno spremljajo, so še posebej v Sloveniji nedvoumna: **grozni časi bodo postali le še bolj grozoviti, človeško bitje pa bo izgubilo ustvarjalnost in produktivno sposobnost, ki jo je pridobilo v zgodnjem paleolitiku.** Vzporedno s tem so Slovenijo preplavili lični oglasi in zanimivi komentarji o bančnih depozitih. Sem in tja se v veliki vnemi in verjetno tudi v veliki skrbi za vlagatelje to, sicer koristno, naložbo razglasi za **»povsem varno in najdonosnejšo«**. Morda pa je komu vendarle uspelo izumiti finančno naložbo, ki je povsem varna in zelo donosna hkrati? Zadnji poskus Wall Streeta v tej smeri, s strukturiranimi

finančnimi instrumenti, je sicer spodletel, a ne kaže obupati, saj je cilj plemeniti.

Že dobro leto dni pa so lahko veseli otroci, saj jim lahko vsak večer pripovedujemo zanimive pripovedke o zlatu in raznovrstnih kovinah, ki so učinkovito nadomestile mit o klenosti nepremičnin kot naložbe. Te pripovedke lahko pridobimo celo brezplačno. Tudi v tem primeru naj bi šlo po nekaterih izročilih za visoko donosno in varno naložbo, temu ustrezno pa je menda tudi zanimanje zanjo. **Zanimivo pri tem je, da je zanimanja za zlato tem več, čim višja je njegova cena,** kar si skušam razložiti s tem, da so zadnji modeli zlatih verižic, prstanov in palic verjetno še posebej modni.

3. stopnja: redki čudaki

Oseba, ki je okoli 9. marca letos kupovala delnice, je bila – razumljivo – redkost, bitje s čudaškimi nagibi, vsaj za bližnjo okolico: **»Le kaj ti bodo delnice, saj je vendar kriza, kaj nič ne bereš, še nisi dovolj izgubil?«** Potem se je zgodilo nekaj dramatičnega, česar (zopet!) nihče ni napovedal. Sledila je ena najbolj eksplozivnih rasti splošnih delniških tečajev v zgodovini svetovnih kapitalskih trgov. Celo napovedi vedno optimističnih ameriških borzних analitikov že 60 četrletij zapored velikosti četrletnih dobičkov niso podcenile v tolikšni meri kot za drugo četrletje letos. **Kratkoročnih borzних dogodkov nihče ne more verodostojno napovedati, a priznajmo, da tudi trud šteje.**

4. stopnja: dobra vest – tudi težko kovaško nakovalo je lahko dobra naložba

Naj preidem k bistvu. Z vsjo resnostjo ocenjujem, da so bančni depoziti, raznovrstne delnice (ne le balkanske, temveč tudi švedske in botsvanske), obveznice, skladi in naložbena zavarovanja takšne ali drugačne vrste, zlato, kositer, rudnik in njiva, nepremičnine, raznovrstne bolj ali manj umetniške slike, les in težka kovaška nakovala (pa še marsikaj bi lahko dodali v to zbirko) naložbe, ki so vsaka na svoj način koristne. Ne nujno za vsa gospodinjstva, za del njih pa prav gotovo. **Dobra vest za vlagatelja je tudi, da njihove donosnosti v posameznih obdobjih niso popolnoma povezane,** kar pomeni, da s preudarno razpršitvijo

premoženja v različne naložbe vlagatelj lahko učinkovito zmanjša svoje naložbeno tveganje.

5. stopnja: slaba vest – veter!

Žal vsaki dobri vesti sledi tudi slaba: vlagatelju, ki se bo v naložbenem izobilju o naložbah odločal po trenutnem vetru, se bo na določeni točki močno zalomilo. Temu vetru se ni lahko upreti. Tako finančna industrija kot mediji morajo v boju za vsakdanji kruh dobro prodajati, pri čemer jih v, dostikrat tudi plemeniti, vnemi rado zanese. Ugledni ekonomist Robert J. Shiller je pred slabim desetletjem v zdaj že legendarnem delu *Irrational Exuberance* lepo opisal, **zakaj so borzni dogodki tako odlična tema za medije.** Tema, ki je zanimiva že sama na sebi, vzpostavlja kontinuiteto publike, katere žep dogodki neposredno zadevajo, to pa je največ, kar si medij lahko želi. Branost v širši javnosti bo tem večja, čim bolj dramatična bo zgodba, posledično pa bo več tudi zaslužka iz oglasov, ki jih v ne pomembni meri prispevajo ponudniki finančnih produktov.

Borzni analitiki in raznovrstni borzni vedeževalci se v medijih morajo (pravilnejše – moramo) pojavljati, saj bi jih sicer nihče ne poznal, stranke pa bi sredstva raje nesle k »prvim strokovnjakom«. Če v medijih nisi prisoten, v očeh javnosti ne moreš postati borzni strokovnjak, če pa si, imaš za to vsaj možnost. Možnosti je še posebej veliko v dobrih borzних časih, kajti po visokih borzних padcih so borznike in naložbene svetovalce še vedno razglaševali za šarlatane (modrosti, ki si jih nekoč velikodušno razdajal javnosti, ti tedaj prej škodijo kot koristijo).

Seveda imamo tudi zlata vredne finančne svetovalce, ki v dobrih časih mirijo evforijo vlagatelja, v slabih časih pa ga spodbujajo k zdravemu pogumu. Vendar pa so običajno preslišani in gredo zato lahko tudi hitro iz posla. Pred leti sem zasledil zanimivo mnenje nekega ameriškega profesorja (imena se, žal, ne spomnim), da **je provizije finančnim svetovalcem koristno plačevati že zato, da jih potem lahko krivimo za svoje izgube.** Najhujše je namreč za izgube kriviti samega sebe (kar je edina možnost, če se o naložbah odločamo sami), diferencial negativne psihične energije pa upraviči vsaj del provizije.

6. stopnja: še slabša vest – veter se oglašuje

Kruto dejstvo sveta naložbenih poslov je tudi, da se kratkoročno najbolj spleča oglaševati tiste naložbe, ki bodo v danem trenutku privabile največ sredstev, dobički iz tega naslova pa omogočajo dodatno oglaševanje, ki zopet pripelje do dodatnih sredstev – in tako naprej. **Nerodno pri tem je, da so za laično javnost najzanimivejše tiste naložbe, ki so bile najdonosnejše v bližnji preteklosti, četudi pretekle donosnosti nimajo nobene zveze s prihodnjo.** Poleti 2007 bi bilo intenzivno oglaševanje kakšnega bančnega depozita ali obvezniškega sklada podobno metanje denarja skozi okno kot oglaševanje kakšnega balkanskega sklada 9. marca letos.

7. stopnja: kriv ni le veter

Površno in napačno bi bilo, če bi za vse tegobe vlagateljev krivili le medije in finančno industrijo. **Jedro vseh težav sta pohlep in strah,** ki lahko že ob spremljanju golih borznih statistik zajameta vsakega posameznega vlagatelja. Še posebej, če sta podkrepljena s pomanjkljivim znanjem. Da je dostikrat tako, je kriv tudi splošni izobraževalni sistem, ki zagotavlja precej borna znanja o naložbah in upravljanju osebnih financ. Kot da bi še vedno živeli v letu 1982, ko smo se odločali le med dinarjem in marko in nas je bolj kot finančna naložba zanimala tankovska bitka pri Kursku.

Pohlep marsikaterega vlagatelja spodbudi, da po izjemno visokih rasteh čezmerno kupuje izjemno tvegane naložbe. V izjemnih primerih tudi s posojilom. Računica je tedaj zelo preprosta: »S skromno 30-odstotno letno donosnostjo bom več kot poplačal še bolj skromno desetodstotno letno obrestno mero.« Poleg tega smo ljudje na splošno precej družabna bitja, zato se radi pridružimo množicam, in to velja tudi tedaj, ko široke ljudske množice zajame strah. **A tudi strah nekaterim ustreza, saj se finančni produkti ne prodajajo le na temelju pohlepa** (»visoko tvegane naložbe, ki so perspektivne«), **temveč tudi na podlagi strahu** (»nizko tvegane naložbe, ki dajejo varnost«).

Vzorec prilivov in odlivov vlagateljev v vzajemne sklade v Sloveniji pred



krizo in v času krize ponuja koristno informacijo: stopnja neto izplačil vlagateljev po različnih vzajemnih skladih je bila z ravni negativne donosnosti vzajemnega sklada v času krize povezana precej manj, kot je bila stopnja neto vplačil v dobrih časih povezana s pozitivno donosnostjo vzajemnega sklada. **Vzorec ravnanja vlagateljev torej ponudnike celo aktivno spodbuja k čezmernemu spodbujanju prodaje visoko donosnih in tveganih produktov v časih evforije.** Ponudnik, ki v obdobjih eksplozivne borzne rasti v ponudbi nima »vročega« produkta, ki ga nato obeša na veliki zvon, je na dolgi rok v neto smislu na slabšem, saj bodo po padcih tako ali tako podobno kaznovani vsi ponudniki, v časih rasti pa bodo izrazito nadpovprečno nagrajeni »najpogumnejši«. **To kruto dejstvo je, žal, povsem v nasprotju z idealom kakovostnega dolgoročnega odnosa s komitentom.** Verjamem, da si večina ponudnikov naložbenih produktov k temu idealu v izhodišču celo prizadeva, vendar pa jih praksa hitro pusti na cedilu.

Zakaj so borze sploh zanimive?

Koliko ljudi bi z vnemo spremljali borzne dogodke, če bi delniški tečajji vsak dan zrastle za natančno 0,0134 odstotka, kolikor je njihova normalna pričakovana dolgoročna donosnost? Koliko ljudi bi z delnicami potem sploh trgovalo in menjalo naložbe in kakšne bi bile potem provizije v finančni industriji?

Naj torej vlagatelj misel na borzo in raznovrstne zanimive in koristne naložbene produkte opusti?

Tisti, ki opisano folkloro pozna in razume, naj se na borzo in v druge »zanimive naložbe« kar poda.

Pripovedke o raznovrstnih vročih in enkratnih naložbah bo spremljal z zanimanjem in v časih (še posebej tedaj, ko bodo pripovedke izjemno redka dobrina) tudi kaj koristnega kupil. Vendar pa bo to storil skladno s tveganjem, ki ga je sposoben in pripravljen prevzeti.

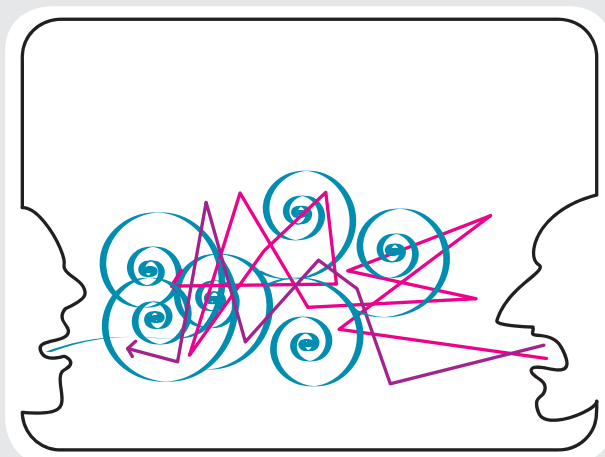
Tisti, ki pa teh dejstev tudi po borzni centrifugi zadnjih treh let ne razume ali noče razumeti, naj se borzi in vsaki zmerno, višje, visoko ali zelo visoko tvegani naložbi na daleč izogne. Izogne naj se tudi »povsem varnim« naložbam, saj takšnih naložb ni in jih nikoli ne bo (še posebej, če upoštevamo učinke inflacije). Denar naj raje usmeri v potrošnjo in tako v zahtevnih časih pomaga h gospodarskemu okrevanju.

Na borzi je še vsakič prišel dan, ko »je bilo spet tako, kot je bilo«, v dobrem in slabem pomenu. Na to ne morete vplivati in nihče ne more vedeti, kdaj bo ta dan prišel. Vplivate pa lahko na način, kako se odločate o naložbah, saj je to vendarle izključno v vaših rokah. In imejte v mislih, da **absolutno dobrih in absolutno slabih naložb ni.** So le korektno in nekorektno prodajne prakse, dobro prodati pa želijo vsi v finančni industriji, vključno z avtorjem tega prispevka.

Deset borznih mitov, ki seveda ne držijo

mag. Kruno Abramovič,
CFA, član uprave,
NLB Skladi, d.o.o.

Ljudje smo že od davnine nagnjeni k ustvarjanju različnih mitov in nalaganje denarja na borzi pri tem ni nikakršna izjema. V Sloveniji se je, denimo, že tako rekoč v pionirski dobi kapitalskega trga pojavil mit o ničvrednosti certifikatov, ki jih je sicer bilo mogoče pretvoriti v delnice.



Sledi po mojem mnenju deset najpogostejših (zmotnih) mitov o borzi, z lahka pa bi jih bilo mogoče najti še nekajkrat toliko.

Mit št. 1: Dobiček enega je izguba drugega

Pri nalaganju denarja v delnice vsebinsko kupujemo prihodnje dobičke podjetij. Tako gre pri nakupih delnic v tistih gospodarstvih, kjer se pričakuje rast blaginje, za udeležbo v tej prihodnji rasti. **Pričakovana donosnost delnic je zato pozitivna.**

Številni vlagatelji naložbe v delnice pogosto mešajo z nekaterimi drugimi oblikami naložb, s katerimi se tudi trguje na organiziranih trgih in pri katerih velja pravilo ničelne vsote. Tu je treba omeniti zlasti blagovne borze in izvedene finančne instrumente (terminske pogodbe in zamenjave), katerih namen je prerezporejanje tveganj, skupna vrednost teh naložb pa je že vnaprej opredeljena (pričakovana donosnost je ničodstotna).

Mit št. 2: Vlaganje je primerno le za osebe, ki se na to spoznajo

Tu gre za podobno zmoto, kot če bi rekli, da imajo lahko lepe in urejene pričeške le frizerji. Vsako storitev, tako frizersko kot finančno, je mogoče tudi kupiti. Če vsaj delno drži, da je lahko nepoučeno neposredno nakupovanje delnic tvegano, obstaja vrsta načinov, kako kupiti storitve finančnega svetovanja in upravljanja. Drži pa, da je občasno težko vedeti, ali takšno storitev kupujemo od resničnega ali »popoldanskega« strokovnjaka.

Mit št. 3: Denar na borzi moramo obračati

Nešteto raziskav finančnih trgov je pokazalo, da je prepogosto trgovanje oziroma prehajanje med naložbami ena največjih napak vlagateljev, ki izrazito negativno vpliva na dosežene rezultate pri varčevanju v delnicah. Vsako trgovanje je namreč povezano s stroški, tako eksplicitnimi (sem sodijo borzno-posredniške provizije oziroma vstopni ter izstopni stroški pri vzajemnih skladih) kot implicitnimi (vedno obstaja razlika med nakupnimi in prodajnimi cenami, posli so včasih le delno izvršeni). Pri tem še velja – bolj ko obračaš denar, proporcionalno višje stroške si ustvarjaš s tem. **Ker je pričakovana donosnost delnic na dolgi rok pozitivna, je skakanje na borzo in z nje v povprečju šport s pričakovano oportunitetno izgubo.** V množici vlagateljev nekaterim sicer uspe (pri čemer marsikdo srečo hitro zamenja za znanje), dolgoročno pa je precej več tistih, ki jim ne.

Mit št. 4: Najboljša strategija na borzi je, da nikoli ne prodajaš naložb

Ne glede na prej povedano je treba biti na borzi vsaj občasno dejaven. Ne zaradi borze kot take (četudi na njej občasno pride do izrazitih anomalij v naložbah vlagateljev zaradi zelo raznolikih donosnosti posameznih naložb), temveč zlasti zato, da vlagatelj naložbe prilagodi svojemu finančnemu profilu. Ta je precej neodvisen od dogodkov na borzah. To pa pomeni, da ima po visokih borznih rasteh večina vlagateljev v svojem portfelju preveč naložb v delnicah, premalo pa v varnejših naložbah (obveznicah,

depozitih). Za te vlagatelje je smiselno prodati del naložb v delnicah (nasprotno velja po večjih borznih padcih – takrat je delnice smiselno dokupovati). Ta vrsta aktivnosti pa je precej drugačna od tistih iz tretjega mita z našega seznama.

Mit št. 5: Nekateri zares obvladajo, zaupajmo jim svoj denar!

Tudi če odmislimo razne goljufe, ki marsikaj obljublajo in zavajajo, je naložbeno odločanje na podlagi minulih donosnosti precej nerazumno. Treba se je zavedati zakona velikih števil. Po tem zakonu denimo pet let zapored nadpovprečno donosnost dosežejo več kot trije odstotki upravljalcev premoženja, deset let zapored pa je takih še vedno visokih 0,1 odstotka vseh upravljalcev (kar je enako verjetnosti, da kovanec mečemo v zrak in nam desetkrat zapored pade na cifro). Ker je vseh upravljalcev premoženja po svetu na desettisoče, je povsem normalno, da je na desetine takih, ki so deset let nadpovprečni. Vendar to še nič ne pove o prihodnji donosnosti ali o njihovi kakovosti. Zgodovina borz je dala že veliko primerov padlih zvezd, ki so prej svetile desetletje in več.

Mit št. 6: Za nadpovprečne donosnosti je treba nadpovprečno tvegati

Za dobro razpršene portfelje velja, da je mogoče višjo pričakovano donosnost doseči le s prevzemanjem višjih tveganj – a le do določene meje. **To pa nikakor ne velja na ravni posameznih naložb, saj bi sicer racionalni vlagatelji z dovolj dolgo ročnostjo vlaganja kupovali izključno skrajno tvegane naložbe.**

Po empiričnih raziskavah imajo tiste delnice, ki se v skupini delniških naložb uvrščajo med visoko tvegane, predvsem visoko tveganje, njihova donosnost pa je podobna delnicam, ki se v skupini delniških naložb uvrščajo med nizko tvegane.¹ Smiselno je kupovati zlasti naložbe, katerih donosnosti so z drugimi naložbami vlagatelja podpovprečno povezane. S tem se izboljša razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem.

Mit št. 7: Vedno se spleča kupovati delnice, ki so se močno pocenile

Ta mit izhaja iz nenavadne predpostavke, da imajo podjetja neko vrednost, od katere lahko tečaji na borzi odstopajo. Če se tečaj delnice močno zniža, podjetje pa ima še vedno v lasti iste stroje in proizvodne dvorane, je to priložnost za nakup, mar ne? Nikakor ne, saj cena delnic izraža trenutno oceno sedanje vrednosti prihodnjih dobičkov tega podjetja, ki pa je v največji meri odvisna od neotipljivih dejavnikov, kot sta denimo tržna moč in agresivnost konkurence. Drži pa, da se tečaj pogosto, a nikakor ne vsakič, na nove informacije odzivajo pretirano, kar občasno omogoča visoke rasti teh delnic.

Mit št. 8: Borzo je treba spremljati vsak dan in se na dogodke ustrezno odzivati

Z borzami je podobno kot s športom – vsak dan in vsako uro se kje kaj dogaja. Možna posledica vere v ta mit je pretirano trgovanje. Redno spremljanje borze v vlagatelju zbudi lažen občutek nadzora, kar okrepi njegovo samozavest in posledično poveča njegovo nagnjenost k trgovanju (spomnimo na mit št. 2). Borzni posredniki ravno tako ves čas prilagajajo svoja priporočila. Vlagatelj se mora zavedati, da s tem, ko se redno vsak dan odziva na borzne dogodke, skrajša časovni horizont imetništva

¹ Fama, Eugene in French, Kenneth R.: "The Cross-Section of Expected Stock Returns", Journal of Finance, 47 (junij 1992), 427-465; Ross, Stephen A.: "Is Beta useful?"; objavljeno v AIMR Conference Proceedings The CAPM Controversy: Policy and Strategy Implications for Investment Management (oktober 1993), 11-13.

delnic na en dan ali še manj, to pa je manj od priporočenih več let.

Mit št. 9: Borzne naložbe niso primerne za starejše

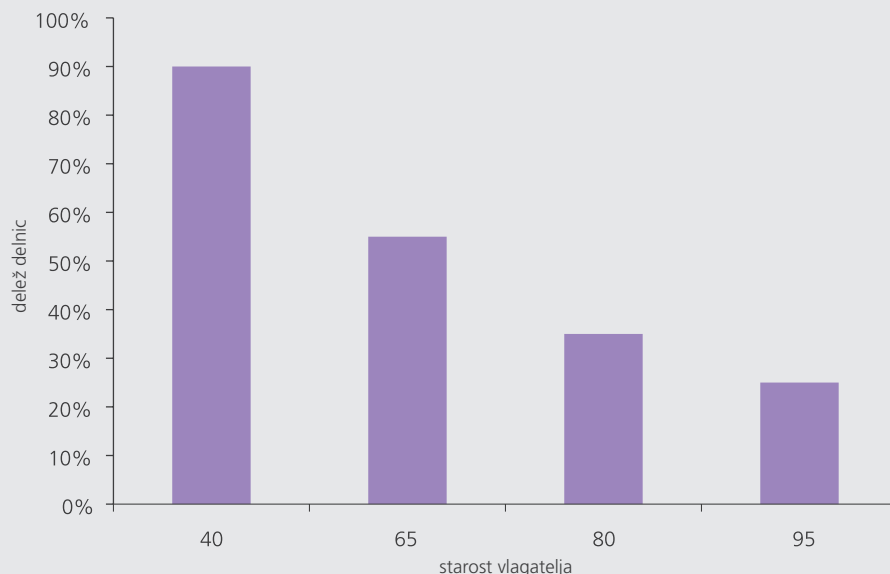
Starejši ljudje pogosto podcenjujejo svojo pričakovano dobo vlaganja. S tem, ko svoj denar usmerijo izključno v kratkoročne naložbe, prevzemajo nadpovprečna srednje- in dolgoročna tveganja, saj so delnice zgodovinsko edina zares učinkovita finančna naložba za doseganje realne donosnosti (po upoštevanju inflacije) v daljših obdobjih. Tudi na kratek rok (od enega do treh let) je najmanj tvegana sestava naložb takšna, ki vsebuje deset do štirideset odstotkov delnic. Za namen pokojninskega varčevanja se običajno priporoča vsaj 25 odstotkov naložb v delnicah tudi po upokojitvi. Če pa imajo starejši v mislih varčevanje za svoje potomce, si lahko privoščijo še veliko več tveganja, saj je varčevalni horizont daljši od njihove pričakovane življenjske dobe.

Mit št. 10: Borza je igra na srečo

Najpomembnejša lastnost iger na srečo je – poleg prerazporejanja prihrankov med udeleženci teh iger v igralnicah ali na loteriji – zaslužek organizatorja igre na srečo, ki ga odtegne iz skupne malhe.

Pričakovana donosnost za udeležence je negativna, pogosto izrazito. Pri naložbah v delnice (spomnimo na mit št. 1) je pričakovana donosnost pozitivna, »organizatorji igre« (borza, borzni posredniki, upravljavci skladov, skrbniki premoženja, finančni svetovalci) in država pa si odtegnejo znatno manjši kos pogače kot pri igrah na srečo. Torej, tudi če dojemate borzo kot eno samo veliko loterijo, so vaše možnosti za dobiček izrazito večje kot pri igrah na srečo.

→ Priporočen delež delnic za pokojninsko varčevanje glede na starost vlagatelja



Vir: T. Rowe Price (<https://individual.troweprice.com/public/Retail>).

Nas čaka čezmerna inflacija ali deflacija?

Lan Filipič, M. Sc.,
vodja upravljalcev,
NLB Skladi, d. o. o.

V trenutni gospodarski stiski se v strokovni javnosti pojavlja precej nesoglasij o prihodnjih inflacijskih gibanjih: nas čaka obdobje povišane inflacije ali deflacije? Na eni strani ogromne količine denarja, ki so ga dale v obtok centralne banke, v naložbeni javnosti zbuja strah pred povišano inflacijo. Na drugi strani pa veliki upadi industrijske proizvodnje in spremljajoče čezmerne proizvodne zmogljivosti zbuja strah pred deflacijo. Kaj lahko vlagatelji pričakujemo in katera je najboljša naložbena strategija?

Količino denarja v obtoku je bilo treba povečati

Gospodarstvo lahko opišemo bodisi kot zmožek realne gospodarske aktivnosti in splošne ravni cen ali kot produkt količine denarja v obtoku in njegove hitrosti kroženja, odvisno od pogleda. V primerih, ko sta oba rezultata enaka, govorimo, da drži enačba splošnega ravnovesja v gospodarstvu. **Glavni vzvod za hudo recesijo, ki se je začela leta 2008, je bilo nenadno zmanjšanje hitrosti kroženja denarja. Vnovično ravnovesje je mogoče vzpostaviti s tremi prilagoditvami, ki jih bomo preverili v nadaljevanju.**

Prva možnost je zmanjševanje realne gospodarske aktivnosti, kar se je v določeni meri tudi zgodilo.

Vendar je prav to posledica, ki si jo najmanj želimo. Zmanjšanje realne gospodarske aktivnosti največkrat povezujemo z izgubo delovnih mest in upadom porabe. Oboje povečuje presežne zmogljivosti v gospodarstvu, saj ljudem niha razpoložljiv dohodek in manjša njihova pripravljenost na večje nakupe. Racionalni porabniki to opazijo in zaradi presežka v ponudbi čakajo z nakupi v pričakovanju, da se bodo cene še znižale. Takšno ravnanje porabnikov, čeprav razumno, seveda še poveča neravnovesja in krizo dodatno poglobi.

Druga možnost je upad splošne ravni cen.

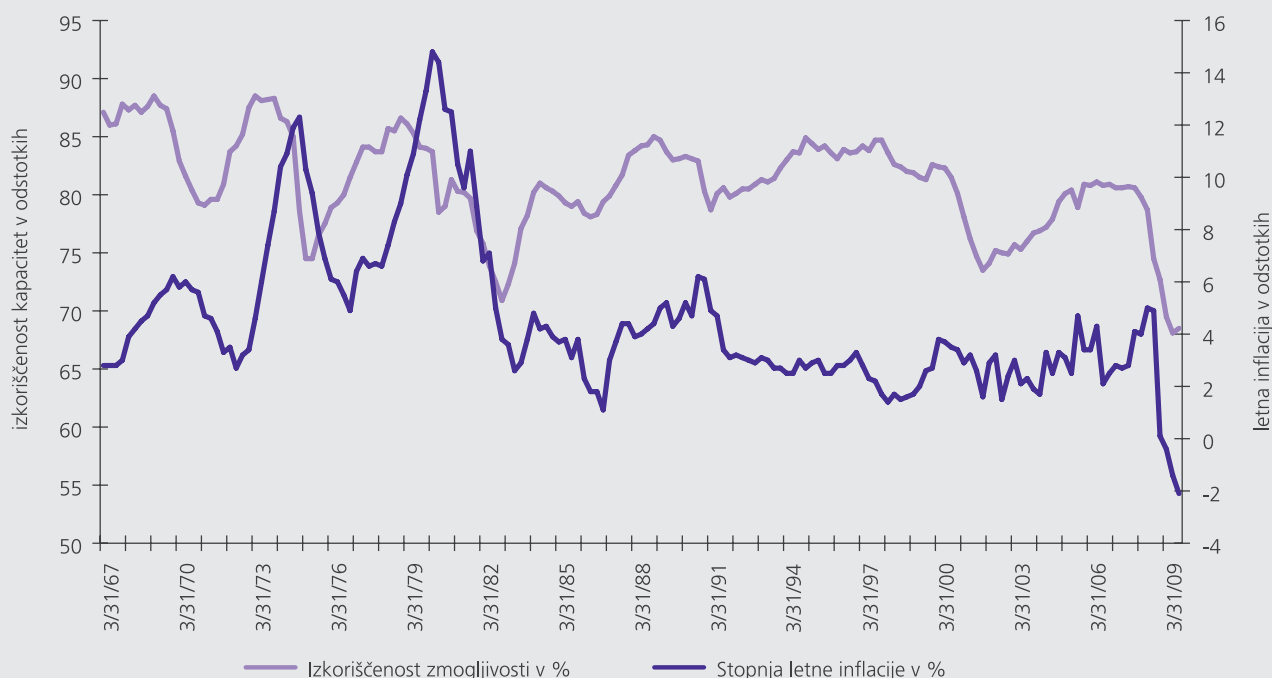
Ker se je v tem primeru hitrost kroženja denarja zmanjšala, bi se morala za uravnoteženje znižati splošna raven cen (deflacija). Ta pojav je povezan z vztrajnim zmanjševanjem hitrosti kroženja denarja, slednje pa je lahko povezano s krčenjem količine denarja v obtoku. **To je scenarij, ki se je zgodil v času velike depresije v ZDA.** V obdobju med letoma 1929 in 1933 se je količina denarja skrčila približno za tretjino, kar je imelo izjemno negativne posledice za



celotno gospodarstvo. Najpozneje od takrat vemo, da je v obdobjih recesije treba količino denarja v obtoku povečati, da spet vzpostavimo ravnovesje.

Ustrezen odziv na zmanjšano hitrost kroženja denarja nudi tretja možnost, in sicer povečanje količine denarja v gospodarstvu. Zato smo bili minulo leto priča združenemu nastopu svetovnih vlad in centralnih bank pri pospešenem tiskanju denarja

→ Graf 1: Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti in stopnja letne inflacije v ZDA



Vir: ameriška centralna banka (Fed).

Izrazito ekspanzivna denarna politika, ki smo ji bili priča v minulem letu in pol, lahko dolgoročno precej poviša inflacijo.

s ciljem, da bi ublažili neravnovesja. Večina teh posegov je bila izvedena prek neposrednih odkupov vrednostnih papirjev, saj to povečuje količino denarja v finančnem sistemu. Tak pristop je posebej primeren v razmerah, ko finančne ustanove zaradi lastnih težav večino dodatnega denarja zadržujejo, tako da se ta ne preliva v realno gospodarstvo, kjer bi povečal inflacijske pritiske. Za povišanje inflacije se mora dodaten denar namreč preseliti iz finančnega v realni sektor.

Ali krepitev izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti napoveduje inflacijo?

Vsakršno povečanje porabe pozitivno pripomore k povečanju izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti, ki so temeljnega pomena v boju zoper deflacijo. Graf 1 na prejšnji strani nam prikazuje izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti in stopnjo letne inflacije v ZDA od leta 1967. Opazimo, da rasti izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti z zamudo dveh do štirih četrtletij sledi tudi povišanje inflacije, saj se poveča povpraševanje po vhodnih surovinah, končnih proizvodih in po delovni sili.

Če izvzamemo sezonske dejavnike, kot je bila visoka cena surove nafte pred letom dni, temeljna inflacija v letu 2009 v ZDA sploh ni negativna. Tudi izkoriščenost zmogljivosti v ZDA je trenutno na zelo nizki ravni, vendar ne precej nižji kot leta 1982, ko denimo deflacije ni bilo. Obenem najnovejši podatki celo kažejo na izboljšanje.

Izrazito ekspanzivna denarna politika, ki smo ji bili priča v minulem letu in pol, pa lahko dolgoročno precej poviša inflacijo. Takšno razmišljanje še dodatno podkrepi dejstvo, da so centralne banke doslej podale bolj skope razlage, kako nameravajo obsežno dodatno količino denarja ob vnovičnem zagonu gospodarstva izčrpati iz sistema. Obstaja precejšnje tveganje, da centralne banke v primeru dolgotrajnejšega gospodarskega okrevanja kljub načelni neodvisnosti in zavezi k zmerni inflaciji tega ne bodo storile pravočasno. Zagotovo se bodo pojavili precejšnji

→ **Tabela 1: Pričakovani scenariji donosnosti ključnih naložbenih skupin v časih čezmerne inflacije ali deflacije**

Donosnost v razmerah deflacije	Vrsta instrumenta	Donosnost v razmerah čezmerne inflacije
nadpovprečna	denar	podpovprečna
nevtralna	obveznice in druge naložbe z nespremenljivim donosom	podpovprečna
nevtralna	obveznice s spremenljivim donosom	nevtralna
podpovprečna	delnice	nadpovprečna
podpovprečna	nepremičnine, surovine	nadpovprečna

pritski politične in splošne javnosti, da sta gospodarska rast in ustvarjanje delovnih mest pomembnejša od nizke stopnje inflacije.

Precej verjeten je torej scenarij, da se bo, ko bo kreditni krč popustil, na določeni točki hitrost kroženja denarja precej povečala, in to precej hitreje, kot se bo sposobna povečati realna gospodarska aktivnost. **Vse to bo okrepilo inflacijske pritiske.**

Najboljše dolgoročne naložbene strategije v časih inflacije in deflacije

Ocena inflacije v prihodnosti je zelo pomembna za vsakega vlagatelja, saj nas morajo zanimati predvsem realne donosnosti finančnih naložb, in ne nominalne. Če menimo, da so vlade in centralne banke za zdaj naredile dovolj, da so krizo zaježile in je hkrati najhujše že za nami, nas mora predvsem skrbeti dolgoročnejša inflacija. Če nam je bližje razmišljanje, da so se svetovne gospodarske razmere zaradi trenutne krize dolgoročno poslabšale, nas lahko bolj skrbi dolgoročnejša deflacija. **Verjetnost prvega scenarija je precej večja od verjetnosti drugega, pri čemer pa drugega ne moremo v celoti izključiti.**

Tabela 1 zgoraj kaže ocene primernosti temeljnih skupin naložb v dolgoročnejših obdobjih inflacije in deflacije. Denar ima sicer zelo nizko pričakovano donosnost, vendar nam lahko v deflacijskih obdobjih, ko so nominalne obrestne mere blizu ničle, vseeno ponuja pozitivno realno donosnost. Podobno velja za obveznice z nespremenljivim donosom, saj realna vrednost sicer nominalno fiksnih plačil kuponov in glavnice v deflacijskem okolju raste.

Kljub temu deflacijsko okolje pri obveznicah narekuje tudi previdnost, še posebej pri tistih, ki nimajo najvišjih bonitetnih ocen. Deflacijsko okolje je namreč za dolžnike (izdajatelje obveznic) zelo neugodno. Prihodki jim upadajo, strošek njihovih obveznosti pa ostane enak, zaradi česar se poveča tveganje, da svojih obveznosti ne bodo mogli izpolnjevati.

V razmerah normalne do višje inflacije (torej ne hiperinflacije, za katero ocenjujem, da je malo verjetna) so najboljši dolgoročni ščit tako imenovane realne naložbe. Mednje sodijo tudi **delnice**, saj podjetja v določeni meri višje cene vhodnih surovin lahko prenesejo na kupce. **Nepremičnine in surovine** skupaj tvorijo precej heterogeno kategorijo, kot celota pa se bodo v inflacijskih obdobjih bolj odrezali segmenti, ki ponujajo možnost dohodka ali ohranjajo vrednost (na primer zlato).

Kaj naj torej stori vlagatelj?

Kratkoročno sta bolj kot stopnja inflacije pomembna njena spremenljivost in odstopanje od pričakovanj¹, zato lahko donosnosti posameznih skupin finančnih instrumentov precej odstopajo od njihovih pričakovanih vrednosti. Ker spremembe inflacije na krajši rok, podobno kot gibanja borznega indeksa, nihče ne more z gotovostjo napovedati, **je razpršitev premoženja med različnimi vrstami finančnih instrumentov, tudi zaradi negotovosti v zvezi z inflacijo, ključnega pomena za uspešno vlaganje.**

¹ Attie, P. A. in Roache, S. K.: Inflation Hedging for Long Term Investors, IMF Working paper, 2009.

Naložbena kombinacija, ki je prestala borzni stres test

uredništvo

Enajstodstotna petletna donosnost¹ vzajemnega sklada v normalnih časih ni takšna, da bi jo kazalo obešati na veliki zvon. V časih hude finančne in gospodarske krize pa je znamenje velike trpežnosti vzajemnega sklada.

V družbi NLB Skladi vseskozi zagovarjamo in zasledujemo tri ključna pravila vlaganja: visoko razpršenost naložb, discipliniranost in dolgoročnost. Posledično pri prodaji in oglaševanju vzajemnih skladov nikoli nismo spodbujali prodaje vzajemnih skladov z ozko usmerjeno naložbeno politiko. Tovrstni vzajemni skladi, ki jih naložbeniki in mediji v dobrih borznih časih radi razglasijo za zmagovalne, so namreč za večino prebivalstva preveč tvegani, da bi lahko tvorili pomemben del njihovega finančnega premoženja. So lahko le manjši, koristen dodatek v portfelju vlagatelja in nič več.

V časih evforije, ko so slovenski vlagatelji množično drveli na balkanske trge, nam je kot edinemu ponudniku vzajemnih skladov v Sloveniji **največjo prodajo uspelo doseči z uravnoteženim in ne delniškim vzajemnim skladom** (še manj pa s takšnim, ki bi bil izrazito agresiven). Govorimo o vzajemnem skladu **NLB Skladi – Kombinirani globalni², ki ga že od začetka njegovega poslovanja leta 2004 postavljamo v središče svoje ponudbe**, ustrezne napotke in znanja s tem v zvezi pa smo prenesli tudi na pooblaščenec komercialiste, ki tržijo naše vzajemne sklade.

Kako bo po borznem šoku?

Rezultat vzajemnega sklada NLB Skladi – Kombinirani globalni v času krize potrjuje, da je vzajemni sklad dovolj trpežna naložba tudi za doseganje resnih finančnih ciljev, kot je varčevanje za dodatno pokojnino ali za potrebe otrok. Borzni šoki pridejo in minejo, temeljna pravila preudarnega vlaganja pa ostajajo nespremenjena. Z naložbo v vzajemni sklad NLB Skladi – Kombinirani globalni jih boste tudi zares upoštevali.

Vendar pa tega nismo dosegli zato, ker bi finančno krizo napovedali, temveč zato, ker smo se – tudi zaradi zgodovinskih dejstev – vseskozi zavedali, da se občasno takšne

V časih evforije, ko so slovenski vlagatelji množično drveli na balkanske trge, nam je kot edinemu ponudniku vzajemnih skladov v Sloveniji največjo prodajo uspelo doseči z uravnoteženim in ne delniškim vzajemnim skladom.

Za koga?

Vzajemni sklad NLB Skladi – Kombinirani globalni je naložba za ljudi, katerih življenje je dovolj pestro, da adrenalina ne iščejo na borzi, a obenem želijo doseči višjo donosnost, kot jo ponujajo nizko tvegane naložbe.

ali drugačne gospodarske krize zgodijo, pri čemer se tako rekoč vse zgodijo nenapovedano. Posledično je za večino vlagateljev z zmernim osebnim profilom tveganja (vlagateljev s takšnim profilom pa je največ) ustrezno, da sredstva v delnice in obveznice z visokimi bonitetnimi ocenami razporedijo v podobnem razmerju. Takšno sestavo naložb zasleduje tudi NLB Skladi – Kombinirani globalni.

Najbolje prodajani vzajemni sklad v Sloveniji

NLB Skladi – Kombinirani globalni od začetka poslovanja, to je od 12. maja 2004, ni bil le najbolje prodajan vzajemni sklad družbe NLB Skladi, temveč najbolje prodajan vzajemni sklad v Sloveniji nasploh.

Od kod rezultat in kaj razkriva?

- 1. Izjemna dolgočasnost je prednost**
NLB Skladi – Kombinirani globalni je eden najbolj razpršenih vzajemnih skladov na slovenskem trgu. Njegova sredstva so razporejena v delnice in obveznice prek sto različnih izdajateljev v številnih gospodarskih panogah v svetovnem merilu. Posledično so nihanja vrednosti enot premoženja tega vzajemnega sklada bistveno bolj umirjena od nihanj, ki so značilna za »zanimive« vzajemne sklade.

2. Visoka stroškovna učinkovitost

Obseg sredstev v vzajemnem skladu je velik (z 90 milijoni evrov sredstev se je sklad konec avgusta letos med vzajemnimi skladi neprivatizacijskega izvora uvrščal na drugo mesto med vzajemnimi skladi slovenskih ponudnikov), upravljanje sklada je stroškovno učinkovito, provizije pa konkurenčne. Celotni stroški upravljanja vzajemnega sklada (TER ali Total Expense Ratio), ki bremenijo premoženje vzajemnega sklada, posredno pa vlagatelje, so bili v obdobju od 1. julija 2008 do 30. junija 2009 četrtno nižji od celotnih stroškov upravljanja povprečnega uravnoteženega sklada na slovenskem trgu.

3. Koristi discipline

NLB Skladi – Kombinirani globalni je uravnotežen sklad v pravem pomenu besede. Za takšen vzajemni sklad je značilna tudi aktivna taktična razporeditev premoženja. To pomeni, da upravljavec po visokih raste delniških tečajev del delniških naložb praviloma proda (s ciljem, da uravnoteži razmerje med delnicami in obveznicami), po visokih padcih pa jih z istim ciljem kupuje. Upravljavec to zaradi vidika stroškov in psihološkega dejavnika stori lažje, enostavneje in ceneje, kot bi storil vsak vlagatelj sam. Hkrati poskrbi za to, da vlagatelj ves čas varčevanja (tako v časih borzne evforije kot v časih borznih šokov) vzdržuje zase ustrezno sestavo naložb, za katero se je odločil na začetku varčevanja.

Kam po informacije?

Vse informacije o vzajemnem skladu NLB Skladi – Kombinirani globalni so vam na voljo na spletnem naslovu www.nlbskladi.si/kombinirani-globalni.

¹ Donosnost do 11.9.2009, po odbitju vseh stroškov in provizij, z izjemo vstopnih in izstopnih stroškov, ki se razlikujejo glede na vloženi znesek in dobo varčevanja.

² NLB Skladi – Kombinirani globalni je podsklad krovnega sklada NLB Skladi. Vsebinsko je podsklad enak vzajemnemu skladu, zato uporabljamo izraz vzajemni sklad.

Naložbeno zavarovanje, vezano na vzajemne sklade – dve muhi na en mah

Andreja Kandolf,
specialistka za razvoj storitev,
Mirella Miškič, direktorica
sektorja za trženje in prodajo,
NLB Vita, d. d., Ljubljana

Naložba v življenjsko zavarovanje, vezano na vzajemne sklade, ima značilnosti tako življenjskega zavarovanja kot naložbe v vzajemne sklade. Naložbena zavarovanja NLB Vita, vezana na vzajemne sklade družbe NLB Skladi, ponujajo vrsto prednosti. Za tiste, ki varčujete za potrebe otrok, pa smo pripravili še posebej ugodno ponudbo.

Z zavarovalno sestavino, ki jo ponuja življenjsko zavarovanje, poskrbimo za **socialno varnost svojih najbližjih**. Tako vlaganje v vzajemne sklade nadgradimo z zavarovanjem, ki našim najbližjim omogoča želen obseg sredstev tudi v primeru naše smrti. To pomeni, da **zavarovalnica v primeru smrti zavarovanca** upravičencem ne izplača le vrednosti privarčevanih sredstev v vzajemnih skladih, temveč to **vrednost poveča** do višine vnaprej dogovorjene zavarovalne vsote. Zavarovalnica tako **jamči izplačilo dogovorjene zavarovalne vsote ob nastanku zavarovalnega primera**.

Hkrati so sredstva naložena v vzajemne sklade, ki ponujajo nadpovprečno dolgoročno pričakovano donosnost, s čimer poskrbimo tudi za naložbeni del. Ker gre za dolgoročno varčevanje za potrebe otrok, katerih finančni cilji v tem trenutku niso nujni, je pri naložbi smiselno prevzeti tudi ustrezno naložbeno tveganje. Vlagatelj, ki naložbenega tveganja ne prevzema, namreč na dolgi rok po prilagoditvi za inflacijo z naložbo težko ustvari omembe vredno pozitivno donosnost.

Kje lahko sklenem naložbeno življenjsko zavarovanje?

Sklenitev zavarovanja je preprosta ter dostopna v vseh poslovnih enotah NLB d. d. in Banke Celje d. d. Podrobne informacije o posameznih življenjskih zavarovanjih so ves čas dostopne na spletni strani NLB Vite na naslovu www.nlbvita.si, kjer lahko najdete tudi splošne pogoje in dodatke k splošnim pogojem. Podrobne informacije o vzajemnih skladih NLB Skladi pa lahko pridobite na naslovu www.nlb skladi.si na spletnih straneh družbe NLB Skladi.



→ **Prednosti naložbenih življenjskih zavarovanj NLB Vite, d. d., vezanih na vzajemne sklade NLB Skladi**

Naložbeni del	Zavarovalni del
z nizkimi mesečnimi premijami smo lahko posredno prisotni na svetovnih borzah	zajamčena zavarovalna vsota za primer smrti, ki jo izbere zavarovanec sam
enostavna in svobodna izbira vzajemnih skladov družbe NLB Skladi (14 podskladov krovnega sklada z raznolikimi naložbenimi politikami, primernimi za različne profile vlagateljev)	zavarovanje začne teči že naslednji dan po podpisu ponudbe in vplačilu prve premije
visoka razpršenost naložbenega tveganja ob strokovnem upravljanju	možnost dodatnih vplačil
možnost prenosa sredstev med podskladi krovnega sklada, in to kadarkoli	vseživljenjsko zavarovanje
možnost razdelitve premije med podskladi krovnega sklada	možnost mirovanja, odloženega odkupa in kapitalizacije
nadpovprečna pričakovana dolgoročna donosnost	kadarkoli je možen popoln odkup zavarovanja

Pomembna prednost za dolgoročne varčevalce je tudi, da **kapitalski donosi**, ustvarjeni iz naložbenih življenjskih zavarovanj **z dobo trajanja vsaj 10 let** (ob pogoju, da sta zavarovalec in upravičenec ista oseba), **niso obdavčeni**.

Kako lahko varčujem za otroka?

Pri varčevanju za potrebe otrok je staršem najpomembnejše, da otrokom v vsakem primeru, tudi če se staršem zgodi kaj neljubega, zagotovijo popotnico za življenje oziroma poskrbijo za njihovo socialno varnost. To jim omogoča **zavarovalna sestavina štipendijskega življenjskega zavarovanja NLB Vita Razigrana z naložbo v sklade družbe NLB Skladi**. V primeru smrti starša, ki ima sklenjeno takšno zavarovalno polico, **zavarovalnica sama doda manjkajočo vrednost zavarovalne police** do višine dogovorjene zavarovalne vsote. To pomeni, da obveznost vplačila preostale vrednosti do višine zavarovalne vsote prevzame zavarovalnica. **Izplačilo štipendije ob izteku dobe varčevanja je otroku zagotovljeno.**

Informativni izračun

Mati, stara 30 let, se življenjsko zavaruje v korist eno leto starega otroka, in sicer z zavarovalno vsoto 10.200 evrov. V dobi varčevanja je za primer nezgodne smrti in nezgodne popolne trajne invalidnosti z enako zavarovalno vsoto zavarovan tudi otrok. Če bo do otrokove polnoletnosti (17 let) vplačevala mesečno premijo v višini 50 evrov, bo njen otrok v primeru sklenitve **NLB Vite Razigrane z naložbo v vzajemne sklade** v dobi izplačevanja prejemal naslednje informativne mesečne zneske štipendije v evrih:

→ **Tabela 1: Pričakovani mesečni zneski štipendije v treh različnih scenarijih**

Leto štipendije	Predpostavljena povprečna letna donosnost glede na scenarij*		
	Pesimistični 3,70 %	Zmerni 7,40 %	Optimistični 11,10 %
1	342 EUR	482 EUR	688 EUR
2	350 EUR	493 EUR	705 EUR
3	359 EUR	505 EUR	722 EUR

*Podskladi krovnega sklada NLB Skladi: 20 odstotkov NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški, 30 odstotkov NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, 50 odstotkov NLB Skladi – Kombinirani globalni.

V poslovalnicah NLB vam bodo z veseljem pripravili tudi informativni izračun, prilagojen vašim željam in potrebam. Štipendijsko življenjsko zavarovanje NLB Vita Razigrana vam omogoča **popolno svobodo pri odločitvi**, kako boste **razporedili svoja sredstva med različne vzajemne sklade družbe NLB Skladi**. Odločite se lahko za enkratno ali postopno vplačevanje premij. Višino premije določite sami. Najnižja premija je 35 evrov na mesec, v primeru enkratnega vplačila pa 3.000 evrov.

Ali je treba določiti konec trajanja naložbenega življenjskega zavarovanja?

Pri NLB Viti Razigrani je to potrebno, saj je produkt sestavljen iz dobe varčevanja

in dobe izplačevanja štipendije (obe dobi določi sklenitelj sam). Lahko pa se odločite za **prilagodljivo naložbeno življenjsko zavarovanje NLB Naložba Vita Mega**, ki je vseživljenjsko. To pomeni, da lahko varčujete za nedoločen čas in zavarovanje pretrgate kadarkoli. Poleg tega se sami odločite, ali boste večji del premije namenili za zavarovanje ali za naložbo v vzajemne sklade družbe NLB Skladi. Sredstva lahko ob pretrganju prav tako namenite svojemu otroku v enkratnem znesku.

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., upravlja krojni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov investicijskih skladov opravljata na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o investicijskih skladih so vsebovani v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in v izvlečkih prospektov podskladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja morajo družba NLB Skladi oziroma druge osebe, ki so pooblaščenice za trženje in prodajo investicijskih kuponov podskladov, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta podsklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja ter zadnje objavljeno revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada. Izvlečki prospektov podskladov, prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja, zadnja objavljena revidirana letna in polletna poročila podskladov ter druga gradiva, podatki in informacije o investicijskih skladih so vlagateljem dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih pisnih mestih Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana, in Banke Celje d.d., med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Družba NLB Skladi objavlja podatke o gibanju vrednosti enote premoženja vsak delovni dan v Časniku Finance in na spletni strani www.nlbskladi.si. Zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov v prihodnosti. Donosnost naložbe v posamezni investicijski sklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov investicijskega sklada ter uspešnosti družbe NLB Skladi pri upravljanju premoženja investicijskega sklada. Zaradi neugodnih gibanj tečajev vrednostnih papirjev in valut obstaja možnost, da vlagatelj med varčevanjem ne dobi povrnjenih vseh sredstev, ki jih je vložil v investicijske kupone posameznega investicijskega sklada. Narava tveganosti podsklada NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški je 10, podskladov NLB Skladi – Dinamični delniški, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški in NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 9, podskladov NLB Skladi – Slovenski delniški, NLB Skladi – Naravni viri delniški in NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 8, podskladov NLB Skladi – Svetovni delniški, NLB Skladi – Evropski delniški, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi in NLB Skladi – Globalni delniški 7, podsklada NLB Skladi – Kombinirani globalni 5 ter podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR pa 4, pri čemer ocena 1 pomeni zelo nizko tvegano naložbo, ocena 3 nižje tvegano naložbo, ocena 5 srednje tvegano naložbo, ocena 7 višje tvegano naložbo, ocena 10 pa visoko tvegano naložbo. Najvišji vstopni stroški podskladov NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Evropski delniški, NLB Skladi – Slovenski delniški, NLB Skladi – Dinamični delniški, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi – Naravni viri delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški in NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški in NLB Skladi – Globalni delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podskladov NLB Skladi – Kombinirani globalni in NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 2,25 % vrednosti investicijskega kupona, podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR pa 1,50 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški podskladov NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Evropski delniški, NLB Skladi – Slovenski delniški, NLB Skladi – Dinamični delniški, NLB Skladi – Kombinirani globalni, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi – Naravni viri delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški in NLB Skladi – Globalni delniški znašajo 1,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR pa znašajo 0,50 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Investicijski skladi družbe NLB Skladi niso bančna storitev in ne prinašajo zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v investicijske sklade tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Naše ocene so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere menimo, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javna ponudba vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. NLB in družba NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem biltenu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

NLB Vita, življenjska zavarovalnica d.d. Ljubljana, trži in sklepa življenjska zavarovanja. Zavarovanje tržijo poslovne enote NLB d.d. in Banke Celje d.d. Banki pri tem nastopata kot zavarovalna posrednika ter za donos in izplačila glavnice ne jamčita. Naložbeno življenjsko zavarovanje ni depozit in ni vključeno v sistem zajamčenih vlog. Naložbeno življenjsko zavarovanje je zavarovanje, pri katerem je donos odvisen od gibanja vrednosti enot investicijskih skladov. Tveganje, da bi znesek izplačila naložbenega življenjskega zavarovanja lahko bil nižji od zneskov vplačila v naložbeno življenjsko zavarovanje, prevzema zavarovalec.

Kje pridobiti pomembne informacije o vzajemnih skladih NLB Skladi

Blaž Bračič,
upravljaavec premoženja,
NLB Skladi, d. o. o.

Varčevanje v vzajemnih skladih je enostavno in za večino vlagateljev pomeni najustreznejšo pot do naložb v vrednostne papirje (tako z davčnega kot s stroškovnega vidika). Kljub enostavnosti pa je pomembno, da vlagatelj pred odločitvijo o naložbi pridobi ključne informacije o vzajemnih skladih.

V družbi NLB Skladi z informacijami o vzajemnih skladih ne skoparimo. Še več, zatrdimo lahko, da smo med tistimi, ki o svojih vzajemnih skladih ponujamo največ informacij na trgu. Katere so torej pomembne informacije in kje jih lahko poiščete?

Kakšen tip vlagatelja ste?

Ste dinamični in ste na poti varčevanja sposobni oziroma pripravljeni sprejemati nadpovprečno naložbeno tveganje? Ali pa vam vaš osebni finančni profil (finančne razmere, vaši cilji in subjektivni odnos do tveganja) narekuje nizko tvegane naložbe?

Informacija, ki sicer več pove o vlagatelju kot o vzajemnem skladu, je ključna pri izbiri ustreznega vzajemnega sklada.

Začetno oceno o svojem osebnem finančnem profilu lahko pridobite tako, da izpolnite interaktivni vprašalnik na spletni strani www.nlbskladi.si/profil-vlagatelja.

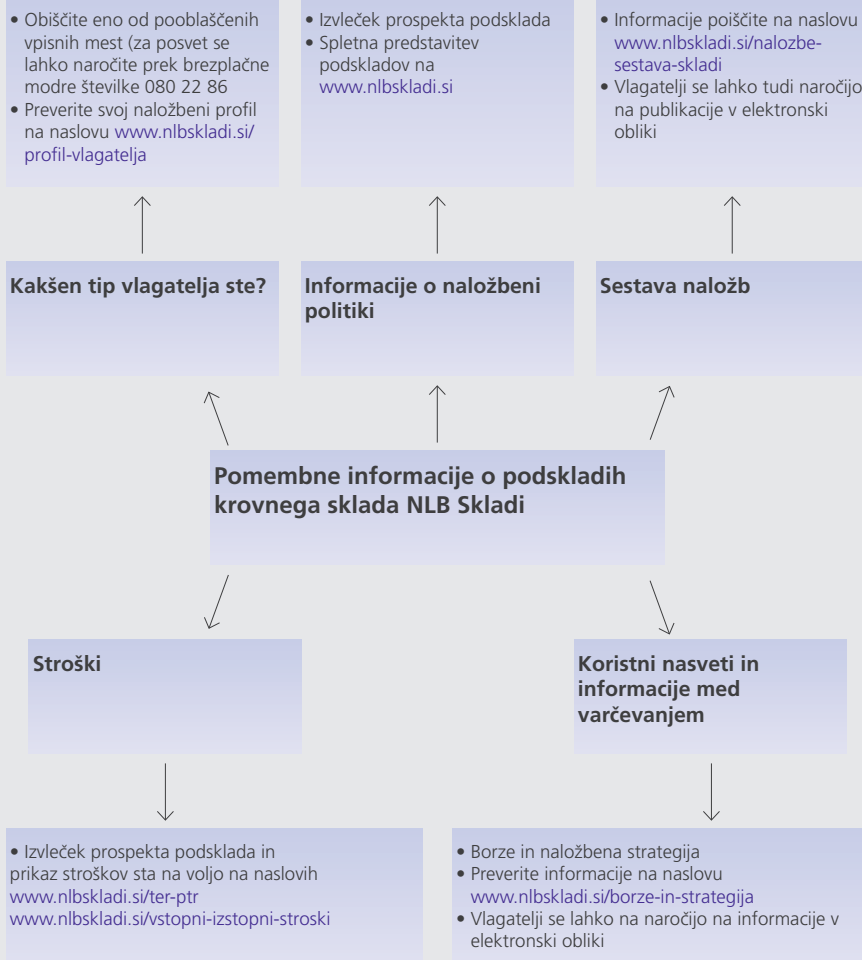
Ker noben vprašalnik ne more dati tako zanesljive ocene kot strokovna oseba, ki stranko pozna, vam priporočamo, da se o svojem naložbenem profilu, še preden vstopite v vzajemni sklad, posvetujete tudi z za to usposobljenim strokovnjakom na enem od pooblaščenih vpisnih mest NLB ali Banke Celje. Za čas sestanka s finančnim svetovalcem **se lahko dogovorite na brezplačni modri telefonski številki 080 22 86.**

Kakšna naložbena politika je za vas najustreznejša?

Ko ocenite, kakšen tip vlagatelja ste, je treba izbrati takšen vzajemni sklad ali kombinacijo vzajemnih skladov, katerih naložbene politike najbolj ustrezajo vašemu finančnemu profilu. Naložbena politika pove, kam vzajemni sklad nalaga sredstva, **zelo pomembno pa je, da je jasna, pregledna in ima ustrezne omejitve, ki vlagatelja ščitijo pred morebitnimi**



→ Slika 1: Kako do informacij o podskladih krovnega sklada NLB Skladi



naložbenimi odločitvami upravljavca, ki za finančni profil stranke niso ustrezne. Naložbena politika vzajemnega sklada ima na donosnost in naložbeno tveganje vzajemnih skladov praviloma ključen vpliv (precej večjega kot aktivnosti upravljavca ali stroški vzajemnega sklada).

Naložbene politike podskladov krovnega sklada NLB Skladi so med najpreglednejšimi na trgu. V družbi NLB Skladi za vsak podsklad opredelimo tudi omejitve, kot so najmanjši in največji dopustni deleži posamezne naložbene kategorije, panožne skupine in regije. Informacije o naložbeni politiki je mogoče med drugim najti v prospektech in izvlečkih prospektov posameznih podskladov, ki so dostopni tudi na spletnih straneh družbe NLB Skladi.

Kam vlaga vzajemni sklad?

Predstavlajte si, da ste kot vlagatelj bolj zadržani in se odločite za varčevanje v manj tveganih, obvezniških vzajemnih skladih. Vrednost enote premoženja močno upade, pozneje pa ugotovite, da je sicer obvezniški vzajemni sklad del

sredstev nalagal tudi v visoko tvegane delnice. Presenečenje je na mestu, zato je pred odločitvijo za kak vzajemni sklad dobro preveriti, kako pregledna je njegova sestava naložb in kakšne so omejitve – **ime vzajemnega sklada ne pove vsega.**

Družba NLB Skladi v mesečni publikaciji **Mesečno poročilo o gibanju vrednosti enote premoženja ter vrsti in sestavi naložb (v nadaljevanju Sestava naložb)** razkriva mnogo več, kot zahtevajo predpisi. Naše stranke imajo pravico vedeti, kam naši skladi nalagajo sredstva. Sestava naložb podskladov krovnega sklada NLB Skladi prikazuje 50 največjih naložb podsklada, zemljepisno in panožno sestavo naložb, obenem pa v publikaciji analitiki in upravljavci družbe NLB Skladi na kratko povzemajo ključne dogodke, ki so vplivali na donosnost posameznih podskladov v prejšnjem mesecu. Sestavo naložb podskladov krovnega sklada **lahko pridobite na spletni strani <http://www.nlbskladi.si/nalozbe-sestava-skladi>.**

Donosnosti in stroški

Vzajemni skladi so zelo pregleden produkt, saj se njihove donosnosti objavljajo z dnevnim zamikom vsak delovni dan. Seveda vsakega morebitnega vlagatelja v vzajemne sklade zanima njihova minula donosnost, vendar pa vlagateljem odločanje o naložbah v vzajemne sklade na podlagi minulih kratkoročnih donosnosti odsvetujemo.

Žal se veliko vlagateljev pri nas in po svetu o naložbah v vzajemne sklade kratkoročnih donosnosti. Posledično sredstva v vzajemne sklade v največji meri vplačujejo po obdobjih visokih borznih rasti, iz skladov pa izstopajo po visokih borznih padcih. To je najboljši recept za slab naložbeni rezultat na dolgi rok, kar potrjujejo tudi borzni dogodki v zadnjih nekaj letih.

Vlagatelju lahko koristijo primerjave minulih donosnosti (pa tudi tveganja, ki ga kaže nihanje vrednosti enot premoženja v preteklosti) **med sorodnimi vzajemnimi skladi**, pri čemer je pomembno, da primerja vzajemne sklade, ki so si po naložbeni politiki res sorodni. Sorodno ime vzajemnega sklada včasih ni dovolj. Tako imamo na primer lahko svetovni ali globalni sklad, od katerih sme eden nalagati izključno na razvitih kapitalskih trgih, drugi pa sme v pomembni meri nalagati tudi na bolj tveganih (in v časih rasti praviloma donosnejših) trgih v razvoju. Neposredna primerjava teh dveh skladov kljub sorodnemu imenu ni mogoča. **Verodostojno**

primerjavo je mogoče opraviti šele, ko primerjamo sorodne vzajemne sklade na daljši rok, ki zajema tako obdobja borznih rasti kot padcev.

Kateri vzajemni sklad je najboljši?

Dodatne informacije, ki vam lahko pomagajo pri ustrezni izbiri vzajemnega sklada, lahko pridobite tudi v članku na naslednjem naslovu <http://www.nlbskladi.si/bilten05-2007-kateri-vzajemni-sklad-je-naj-boljsi>.

Koristna informacija za vlagatelja so tudi stroški vzajemnega sklada, ki vlagatelja bremenijo pri pristopu in v času varčevanja. Vstopni in izstopni stroški se zaračunajo ob pristopu k vzajemnemu skladu oziroma ob izstopu iz njega. Njihova višina je sicer pomembna, a ker se zaračunajo zgolj enkrat, njihov obseg za dolgoročneje vlagatelje ni tako pomemben kot letni stroški vzajemnega sklada. Ti stroški bremenijo premoženje vzajemnega sklada in posredno vlagatelje, prikazuje pa jih kazalnik celotnih stroškov vzajemnega sklada TER (okrajšava iz angleške besedne zveze Total Expense Ratio). Vzajemni skladi družbe NLB Skladi so stroškovno konkurenčni, informacije o njihovih stroških pa lahko najdete v izvlečkih prospektov ter na spletnih naslovih www.nlbskladi.si/ter-ptr ter www.nlbskladi.si/vstopni-izstopni-stroski.

Informacije o dogodkih na kapitalskih trgih in nasveti o naložbah

Vlagatelj za varčevanje v vzajemnih skladih sicer ne potrebuje poglobljenega znanja o ekonomiji ali kapitalskih trgih, saj je za sprejemanje strokovnih naložbenih odločitev v skladu z naložbeno politiko vzajemnega sklada plačan upravljavec. **Kljub temu je koristno, da vlagatelj ve, kateri ključni dejavniki vplivajo na donosnost in tveganost njegove naložbe. Še pomembnejše je, da je seznanjen s ključnimi pravili za uspešno dolgoročno naložbo prihrankov.** Strokovnjaki družbe NLB Skladi vlagateljem ponujamo ključne tekoče informacije o dogodkih na kapitalskih trgih v publikacijah, ki jih predstavljamo na zadnji strani.

Info o sestavi naložb

Vlagatelji v krovni sklad NLB Skladi se lahko na prejetje informacij o sestavi naložb po elektronski pošti naročite na spletni strani <http://www.nlbskladi.si/narocitse-na-zanimivo-branje> ali pa ob pristopu k pravilom upravljanja izpolnite naročilnico v tiskani obliki.

5 ključnih dejavnikov in informacij pri izbiri vzajemnega sklada

1. Kakšen tip vlagatelja ste?

Informacija, ki sicer več pove o vlagatelju kot o vzajemnem skladu, je ključna pri izbiri ustreznega vzajemnega sklada. Tako bo vlagatelj lahko izbral takšno kombinacijo vzajemnih skladov, ki najbolj ustreza njegovemu osebnemu finančnemu profilu.

2. Naložbena politika

Biti mora jasna in pregledna ter ne sme biti v nasprotju s posameznikovim finančnim profilom.

3. Stroški

Bodite pozorni na celotne stroške poslovanja vzajemnega sklada (kazalnik TER). Ne usmerite vse pozornosti zgolj na vstopne stroške.

4. Sestava naložb

Družba NLB Skladi mesečno objavlja sestavo naložb vzajemnih skladov, ki razkriva mnogo več, kot zahtevajo predpisi. Naše stranke imajo pravico vedeti, kam naši skladi vlagajo sredstva.

5. Celotna storitev

Bodite pozorni na storitev, ki jo ponudnik vzajemnega sklada ponuja vlagateljem skozi ves varčevalni cikel (naložbeni nasvet, informacije o dogodkih na kapitalskih trgih, možnost prenašanja sredstev med vzajemnimi skladi, varčevalni načrti ...). V NLB Skupini svojim strankam ponujamo celovit finančni nasvet.

Kako dolg je borzni dolgi rok?

mag. Robert Kleindienst,
predsednik uprave,
NLB Skladi, d.o.o.

Po izjemno slabem desetletju na svetovnih borzah marsikdo postavlja pod vprašaj smiselnost dolgoročnega vlaganja v delnice, katerega zagovornik sem tudi sam.¹ Vendar pa večina tistih, ki to počne, nikoli ni ustrezno razumela ključnega sporočila dolgoročnega vlaganja.

Dolgoročno investiranje ni isto kot »kupi in drži«

Dolgoročno vlaganje je nekaj drugega kot strategija »kupi in drži«. Celo tisti puristi, ki hkrati z dolgoročnostjo zagovarjajo tako imenovano pasivno vlaganje (sledenje borznim indeksom), bodo znali povedati, da **mora vlagatelj občasno spremeniti sestavo svojih naložb v vrednostne papirje. To naj bi storil v naslednjih primerih:**

- **Ko se bo približal svojemu varčevalnemu cilju**, bo izpostavljenost delnicam kot nadpovprečno tveganim finančnim naložbam postopoma zmanjševal, saj se rok, v katerem bi lahko nadomestil posledice morebitnega borznega šoka, skrajšuje.
- **Po obdobjih visokih rasti na borzah** bo izpostavljenost delnicam zmanjšal, saj bo njegovo finančno premoženje čezmerno izpostavljeno delnicam, po obdobjih visokih borzних padcev pa bo svojo izpostavljenost delnicam povečal (razen, če se je v času borznega upadanja pomembneje spremenil njegov finančni profil, ki je povezan z objektivno sposobnostjo prevzemanja tveganj).
- Izpostavljenost delnicam bo spremenil **v primeru izrazitejše spremembe enega izmed dejavnikov osebnega**

→ **Tabela 1: Odstotek naložbenih obdobjev v času med letoma 1801 in 2008³, ko so bile delnice v ZDA donosnejše od obveznic ali zakladnih menic**

Naložbeno obdobje	Delnice donosnejše od državnih dolgoročnih obveznic	Delnice donosnejše od trimesečnih zakladnih menic	Delnice donosnejše od zlata
1 leto	60,39 %	61,84 %	84,54 %
2 leti	65,05 %	65,53 %	84,95 %
3 leta	66,34 %	69,76 %	85,37 %
5 let	68,97 %	72,41 %	86,21 %
7 let	72,64 %	77,11 %	87,06 %
10 let	79,29 %	80,30 %	88,38 %
15 let	88,08 %	88,89 %	90,67 %
20 let	91,49 %	94,68 %	93,09 %
30 let	98,31 %	97,19 %	98,31 %

Vir podatkov za izračune: www.jeremysiegel.com



finančnega profila. Tako bo vlagatelj, čigar finančno stanje se je sčasoma pomembneje poslabšalo (na primer zaradi znižanja dohodkov, bolezni, ločitve ...), svojo izpostavljenost delnicam zmanjšal. Nasprotno pa bo storil vlagatelj, čigar finančno stanje se je pomembneje izboljšalo (na primer z dedovanjem, zaradi boljše zaposlitve, osamosvojitve prej šoloobveznih otrok).

Vlagatelj, ki dosledno upošteva strategijo »kupi in drži«, ta osnovna pravila za uspešno vlaganje v dopustnih mejah naložbenega tveganja krši.²

Dolgi rok in izgube

Naj se dotaknem še drugega pogostega vira nerazumevanja pojma dolgoročnosti vlaganja. Splošno sprejeto načelo v resnejšem delu finančne stroke je, da so delnice dolgoročna naložba (kako dolgoročna in v kakšnih pogojih, bom

skušal odgovoriti v nadaljevanju). Vendar pa **precej vlagateljev to obdobje napačno pojmuje kot dobo, v kateri izgub pri naložbah v delnice ne more biti.** Pravilna interpretacija minimalne priporočene naložbene dobe je naslednja: **to je obdobje, v katerem je verjetnost izgub dovolj majhna, da je za morebitnega vlagatelja v delnice smiselno naložiti pomembnejši del premoženja.**

Splošno sprejeto načelo v resnejšem delu finančne stroke je, da so delnice dolgoročna naložba.

Možnost izgub bo pri naložbah v delnice vedno obstajala, vendar pa je verjetnost tem manjša, čim daljše je obdobje varčevanja, kar je logična posledica dejstva, da svetovno gospodarstvo na dolgi rok raste. Ko gospodarske rasti na dolgi rok ne bo več, to razmerje ne bo več držalo, kar pa je malo verjetno, saj bo človek tudi v prihodnosti najverjetneje produktivno bitje. Če pa govorimo o verjetnosti nominalnih izgub (kar sicer ni ustrezno, saj je za vlagatelje pomembna donosnost naložb po prilagoditvi inflaciji), je verjetnost izgub sčasoma manjša tudi zaradi učinka inflacije.

¹ Višje desetletne realne izgube kot v obdobju 1998–2008 so po letu 1800 denimo ustvarili le tisti ameriški vlagatelji, ki so sredstva v delnice za dobo desetih let razporedili v letih 1910, 1964 in 1968, torej v treh od 197-ih desetletnih obdobjih.

² O tem sem nedavno obširneje pisal v prispevku »Kaj naj v krizi stori vlagatelj?«, ki je dostopen na povezavi <http://www.nlbskladi.si/bilten05-2009-kaj-naj-v-krizi-stori-vlagatelj>.

³ Vseskozi velja pomembna predpostavka, da vlagatelj delniško premoženje pomembno razprši na večje število izdajateljev, saj je donosnost delnic predstavljena z donosnostjo splošnih borzних indeksov, ki vsebujejo širok skopek delnic različnih izdajateljev. Vlagatelj, ki premoženje nalaga v ozek nabor delnic, prevzema bistveno višje naložbeno tveganje.

Z vidika vlagatelja je še bolj kot ocenjevanje možnosti golih izgub smiselna ocena verjetnosti, da z naložbo v delnice ustvari nižjo realno donosnost kot v primeru vlaganja denarja v ključne alternativne finančne naložbe: dolgoročne državne obveznice z visokimi bonitetnimi ocenami in zakladne menice (ki so tudi soliden približek naložb v bančne depozite). V tem primeru govorimo o oportunitetnih izgubah. Finančne presežke je namreč nekam treba naložiti, gotovina pa je le ena (običajno precej slaba) izmed možnih izbir. Tabela 1 na prejšnji strani na podlagi simulacij donosnosti naložb na finančnem trgu v ZDA v dobrih dveh stoletjih kaže deleže različno dolgih naložbenih obdobj, v katerih je bila donosnost delnic v času varčevanja višja od donosnosti ključnih naložbenih alternativ

(preostanek do sto odstotkov pomenijo obdobja, v katerih so bile delnice manj donosne). Iz tabele je jasno razvidno, da je verjetnost, da bodo delnice pri zelo dolgoročnem varčevanju manj donosna naložba od manj tveganih naložbenih alternativ, sicer zelo nizka, a še vedno večja od nič.

V petini desetletnih obdobj, v katerih so bile delnice manj donosne od manj tveganih finančnih naložb, v štirih petinah pa so bile donosnejše. Pri krajših obdobjih varčevanja je verjetnost zaostanka delnic večja, pri daljših pa manjša.

Kaj pa velikost izgub?

Vendar pa verjetnosti (oportunitetnih) izgub pokažejo le eno plat medalje.

Poleg teh je pomembna tudi magnituda teh izgub. V ta namen sem dolgoročno naložbeno tveganje različnih osnovnih finančnih naložb z vidika izgub (angl.: downside risk) ocenil tako, da sem delež obdobj, v katerem so posamezni tipi osnovnih finančnih naložb prinesli realne izgube, pomnožil s povprečno velikostjo teh izgub, in sicer ločeno za različne naložbene dobe. Rezultate kaže tabela 2.

Rezultati nas navajajo k več pomembnim ugotovitvam:

1. Naložba v delnice **pri kratkoročnem varčevanju (vse do vključno dobe petih let) vsebuje največ naložbenega tveganja** od vseh temeljnih skupin finančnih naložb.
2. **Naložbeno tveganje delnic se začne zmanjševati šele pri petih letih varčevanja.** Vlagatelj, ki v delnice denar vlaga za obdobje dveh let, prevzema celo več naložbenega tveganja od vlagatelja, ki denar v delnice nalaga za eno leto. Triletna naložba je povezana s podobnim naložbenim tveganjem kot enoletna. Verjetnost izgub je sicer manjša, vendar pa je večja povprečna magnituda izgub, ki začne upadati šele po desetem letu.
3. Naložbeno tveganje delnic kot samostojne naložbe se začne občutneje zmanjševati šele pri sedemletnem naložbenem obdobju, medtem ko v kombinaciji z obveznicami začne upadati že od vključno triletnega naložbenega obdobja. **S tega vidika je minimalna ustrezna doba naložbe v delnice kot samostojne naložbe od sedem do deset let, v kombinaciji z dolgoročnimi državnimi obveznicami ali drugimi manj tveganimi naložbami pa pet let.**
4. **Kombinacija delnic in obveznic daje zelo dobre rezultate**, saj pri petletni naložbi vsebuje celo manj naložbenega tveganja kot naložba izključno v državne obveznice ali kratkoročne državne zakladne menice (ob hkratni višji pričakovani donosnosti).
5. **Naložbeno tveganje državnih obveznic in zakladnih menic z daljšanjem ročnosti naložbe v nasprotju z naložbami v delnice ne upada, temveč se celo povečuje.** Ključni razlog za to so obdobja visoke inflacije, ki se občasno zgodijo v nekajletnih valovih. Delnice so dolgoročno boljši ščit pred inflacijo kot dolžniške naložbe s fiksnim donosom. Višja stopnja inflacije namreč dolgoročno pomeni tudi višjo nominalno stopnjo rasti dobičkov kot glavnega dolgoročnega gonila delniških tečajev.

→ Tabela 2: Stopnja naložbenega tveganja ob upoštevanju frekvence in višine realnih izgub (angl.: downside risk) za posamezna naložbena obdobja

Naložbeno obdobje	Obveznice 100 %			Zakladne menice 100 %		
	% obdobj z realno izgubo	Povprečna magnituda izgub	Stopnja naložbenega tveganja	% obdobj z realno izgubo	Povprečna magnituda izgub	Stopnja naložbenega tveganja
1 leto	27,54 %	-6,28 %	-1,73 %	22,21 %	-4,39 %	-0,98 %
2 leti	22,33 %	-10,58 %	-2,36 %	21,84 %	-7,16 %	-1,56 %
3 leta	19,51 %	-13,75 %	-2,68 %	19,51 %	-9,98 %	-1,95 %
5 let	21,18 %	-15,08 %	-3,19 %	19,70 %	-12,74 %	-2,51 %
7 let	20,90 %	-17,72 %	-3,70 %	18,91 %	-14,93 %	-2,82 %
10 let	23,74 %	-16,13 %	-3,83 %	18,69 %	-16,98 %	-3,17 %
15 let	22,80 %	-16,22 %	-3,70 %	13,99 %	-22,64 %	-3,17 %
20 let	20,74 %	-18,09 %	-3,75 %	11,70 %	-28,14 %	-3,29 %
30 let	12,36 %	-26,90 %	-3,32 %	15,73 %	-20,55 %	-3,23 %

→ Tabela 2 (nadaljevanje)

Naložbeno obdobje	Delnice 100 %			Delnice 50 %, obveznice 50 %		
	% obdobj z realno izgubo	Povprečna magnituda izgub	Stopnja naložbenega tveganja	% obdobj z realno izgubo	Povprečna magnituda izgub	Stopnja naložbenega tveganja
1 leto	32,37 %	-11,63 %	-3,76 %	27,54 %	-7,63 %	-2,10 %
2 leti	24,27 %	-17,39 %	-4,22 %	22,82 %	-10,04 %	-2,29 %
3 leta	22,44 %	-16,60 %	-3,73 %	18,54 %	-10,76 %	-1,99 %
5 let	16,75 %	-19,18 %	-3,21 %	11,82 %	-13,36 %	-1,58 %
7 let	13,43 %	-17,45 %	-2,34 %	9,45 %	-15,06 %	-1,42 %
10 let	7,07 %	-19,02 %	-1,34 %	7,58 %	-19,34 %	-1,47 %
15 let	1,55 %	-10,03 %	-0,16 %	5,18 %	-13,89 %	-0,72 %
20 let	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,06 %	-4,83 %	-0,05 %
30 let	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Vir podatkov za izračune: www.jeremysiegel.com

Seveda ima tovrstna simulacija tudi svoje pomanjkljivosti. Vzorci gibanja naložb v preteklosti po definiciji niso popolnoma reprezentativni, vendar pa ocenjujem, da so uporabljeni zgodovinski podatki vsaj solidno značilni. V tem času smo bili priča tako izjemno dobrim kot izjemno slabim dogodkom, donosnosti različnih naložbenih skupin v celotnem proučevanem obdobju pa so bile normalne oziroma skladne z vsebovanim naložbenim tveganjem. Simulacija je bila zaradi razpoložljivosti podatkov izvedena le za naložbe na ameriškem trgu. Vendar pa vlagatelj, ki premoženje razprši globalno, lahko dodatno odpravi del naložbenih tveganj, ki jih ne more odpraviti vlagatelj, ki denar nalaga izključno v ameriške naložbe.

Netveganih naložb ni, četudi si jih vsi želimo.

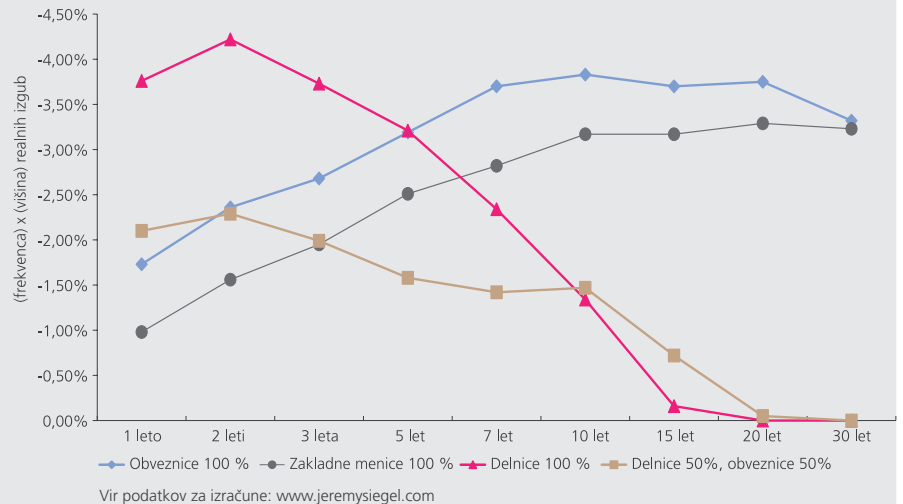
Pri interpretaciji rezultatov je koristno opozoriti tudi na neslaven primer japonskih delnic. Sredstva, ki so jih vlagatelji v te delnice razporedili pred dvema desetletjema, so kljub dolgoročnosti naložbe še vedno pol manjša (resda je tako gibanje sledilo izjemni, 2.200-odstotni rasti v dveh desetletjih pred tem). Četudi je primer japonskih delnic v zadnjih dveh desetletjih izjemen, pa je hkrati tudi koristno opozorilo, da so na borzi možni tudi ekstremni dogodki. Podatek, da v zadnjih 208 letih vlagatelj, ki je v ameriške delnice konec koledarskega leta denar naložil za vsaj dve desetletji, nikoli ni ustvaril realne izgube, ne pomeni, da realnih izgub ne more biti, temveč le, da je verjetnost teh izgub zelo majhna.

Minimalna priporočena doba za naložbo v delnice, ki ni špekulacija, je od pet do deset let.

Koliko let je torej dovolj?

Kaj je ustrezno minimalno obdobje naložbe v delnicah, mora na podlagi verjetnosti in magnitud možnih izgub na koncu vsak vlagatelj presoditi sam. **Borza je igra verjetnosti,** zelo veliko posameznikov pa igra verjetnosti težko sprejme, četudi je vse, česar se lotevamo in kar nas obdaja, z verjetnostjo neločljivo

→ **Stopnja naložbenega tveganja (real return downside risk) glede na dobo naložbe (simulacija za ZDA med letom 1801 - 2008)**



povezano in je verjetnost v primeru vsakdanjih dogodkov v večini primerov še težje oceniti kot v primeru dogodkov na borzi.

Jamsteval na borzah ni in jih nikoli ne bo. Delnice prinašajo nadpovprečno pričakovano donosnost (v povprečju v višini od pet do šest odstotkov realno na leto), cena, ki jo mora vlagatelj plačati, da lahko pričakuje to nagrado, pa je prevzemanje nadpovprečnega naložbenega tveganja. **Tisti, ki trdijo, da lahko s pomočjo alkimije strukturiranih produktov na podlagi izvedenih finančnih instrumentov ponudijo jamstvo ob hkratni enaki pričakovani donosnosti, kot jo ponujajo nezajamčene naložbe v delnice, zavajajo** (da to dostikrat počnejo elegantno, tega dejstva ne spremenijo). Ena redkih dobrih priložnosti aktualne finančne krize je, da je razgalila omejenost finančnih akrobacij z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Menim, da je v uravnoteženi kombinaciji z dolgoročnimi obveznicami z visokimi bonitetnimi ocenami **pet let** ustrezna **minimalna doba za naložbo pomembnejšega dela premoženja v delnice.** Tisti, ki v delnice naloži veliko večino finančnega premoženja, pa naj bo na borzi pripravljen vztrajati vsaj **sedem do deset let** (osebno se bolj nagibam k obdobju desetih let). Ne glede na izbrano dobo in/ali izbran naložbeni pristop (aktivni ali pasivni) pa naj vlagatelj **v nobenem primeru ne pozabi na potrebna občasna prilagajanja sestave portfelja zaradi razlogov, ki sem jih navedel na začetku.**

Kaj pa tisti vlagatelji, ki se z možnostjo realnih izgub v nobenem primeru ne morejo sprijazniti? Ti naj upoštevajo, da verjetnost izgub pri dolgoročni naložbi obstaja tudi pri manj tveganih naložbah. Ker inflacija občasno uide z vaje, delnice pa so dolgoročno boljši ščit pred čezmerno inflacijo kot naložbe v dolžniške finančne instrumente s fiksnim donosom, **bo vlagatelj, ki premoženje nalaga za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev, v delnice manjši del premoženja naložil tudi v primeru, da sodi v skupino konservativnejših oseb.** S kombinacijo raznolikih tipov finančnih naložb bo premoženje tudi dodatno razpršil in zmanjšal specifična tveganja, ki jih prinašajo posamezni tipi naložb – netveganih naložb namreč ni, četudi si jih vsi želimo.

Vsak vlagatelj pa ima še eno priročno možnost, da se izogne izjemnim borznim scenarijem: premoženje lahko v delnice nalaga periodično in se tako izogne možnosti, da na trg vstopi v hudo napačnem trenutku, postopoma pa z borze lahko tudi izstopa. Praksa pri nas in po svetu je, žal, drugačna, saj veliko zasebnih vlagateljev na borzo z velikimi koraki vstopa predvsem v obdobjih po zelo visokih kratkoročnih borznih rasteh, ob prvih večjih padcih pa pravila o smiselnosti dolgoročnega vlaganja zavrne. **Pravila, ki držijo v veliki večini primerov, ne pa v vseh, še niso slaba pravila. Niso pa popolna, zato bo ne glede na pričakovano dobo varčevanja in osebno toleranco tveganja vsak racionalen vlagatelj del premoženja razporedil tudi v nizko tvegane naložbe.**

Ali ste vedeli?

1 Kakšen je vaš naložbeni profil?

Veliko vlagateljev se v naložbe poda z napačnim vprašanjem: »Kateri vzajemni sklad ali delnica bo v prihodnje najdonosnejša?« Ustrezno prvo vprašanje vlagatelja se glasi drugače: »Kakšen tip vlagatelja sem?«



Posamezni vlagatelji – vseskozi govorimo o gospodinjstvih – se med seboj močno razlikujejo. Na eni strani imamo takšne, ki smejo z naložbami prevzemati le nizko naložbeno tveganje. Imenujemo jih zelo konservativni vlagatelji. Na drugi strani so vlagatelji, za katere bi bilo neracionalno, če bi ne prevzeli visokega naložbenega tveganja. Pravimo jim zelo dinamični vlagatelji. Večina vlagateljev pa je seveda zmernega profila in sodi nekje v presečiščne omenjenih dveh skupin.

Vabimo vas, da svoj osebni finančni profil preverite na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/profil-vlagatelja>, na brezplačni modri telefonski številki 080 22 86 pa se lahko naročite tudi na strokovni posvet.

2 Strokovne publikacije NLB Skladi

Strokovnjaki družbe NLB Skladi vlagateljem ponujajo ključne tekoče informacije o dogodkih na kapitalskih trgih v naslednjih publikacijah:

Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi

V biltenu vlagateljem podajamo ključne informacije ter znanja, ki so pomembna pri nalaganju prihrankov v vzajemne sklade. Pri tem se trudimo, da ponudimo več od poceni ali instant naložbenih receptov. Bilten izhaja trikrat do štirikrat na leto.

NLB Skladi – Strategij v zadregi

V publikaciji avtorja mag. Robert Kleindienst in mag. Kruno Abramovič podajata osebni pogled na borzne dogodke in opozarjata na zanimivosti s tem v zvezi. Praviloma izhaja dvakrat na mesec.

**Analitski pregled NLB Skladi**

Namenjen je vsem obstoječim vlagateljem v vzajemne sklade NLB Skladov. Obravnava različna finančna področja ter aktualne teme s kapitalskih trgov na bolj poglobljen način, ki pa je še vedno razumljiv širšemu krogu bralcev. Izhaja štirikrat na leto.

**NLB Skladi – Borze v preteklem tednu**

Jednato tedensko poročilo predstavi ključne dogodke na kapitalskih trgih. Izhaja vsak prvi delovni dan v tednu.

**Sestava naložb vzajemnih skladov NLB Skladi**

V rednem mesečnem poročilu natančno predstavimo naložbe vsakega posameznega podsklada krovnega sklada NLB Skladi.

Publikacije so dostopne na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/borze-in-strategija>. Vlagatelji jih lahko prejema tudi v elektronski obliki, nanje pa se lahko naročijo na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/narocite-se-na-zanimivo-branje>.

Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi

Letnik 4, številka 10, oktober 2009

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB d.d., Trg republike 2, 1000 Ljubljana

Urednik: mag. Robert Kleindienst

Namestnik: mag. Kruno Abramovič

Uredniški odbor: Žiga Bernik, Blaž Bračič, Bachtiar Djalil, Alenka Rozman, mag. Nataša Tomc Jovovič

Grafična priprava: Maša Perpar, NLB d.d.

Svetovanje in redakcija: Igor Savič, Primož Inkret, PM, poslovni mediji d.o.o.

Naklada: 164.000 izvodov

Tisk: Bograf tiskarna d.o.o.

ISSN 1854-6757

Brezplačni izvod, oktober 2009

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana
Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d. in Banka Celje d.d.