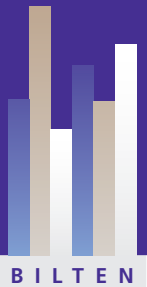


Naložbeni pregled NLB Skladi

NLB d.d. številka 9/2009 maj 2009



ZDA je po letu 1857 prizadelo 33 recesij. Le enkrat se je zgodilo, da so vlagatelji, ki so na delniški trg vstopili konec koledarskega leta, v katerem je nastopila recesija, v naslednjih 10 letih ustvarili realno izgubo. Ti vlagatelji so v povprečju ustvarili bistveno višje donose kot tisti, ki so delnice kupovali le v časih gospodarskih vzponov.



kazalo

- 2 **Uvodnik: Prve borzne lastovke ali kilavo kljuse?**
Je bila visoka rast delniških tečajev na svetovnih kapitalskih trgih po 9. marcu utemeljena?
- 3 **Kljub krizi optimistični**
Upravljavci in analitiki družbe NLB Skladi podajajo pogled na aktualne borzne dogodke.
- 6 **Kaj naj v krizi stori vlagatelj?**
Ustrezna naložbena strategija je vlagatelju edina prava opora v dobrih in slabih borznih časih ter njegov zemljevid na poti do ustreznega naložbenega rezultata na dolgi rok.
- 11 **Donosno vlaganje, ki ublaži borzne šoke**
Kako se enostavno izogniti vstopu na borzo v napačnem trenutku in prihranke naložiti donosno?
- 12 **Panožno vlaganje: dejanska korist ali utvara?**
Je z vlaganjem v delnice ustrezno izbranih gospodarskih panog v posameznih fazah gospodarskega cikla mogoče ustvariti presežno donosnost?
- 14 **Življenjsko zavarovanje in vzajemni sklad z eno potezo**
Življenjska zavarovalnica NLB Vita ponuja koristna in prilagodljiva naložbena življenjska zavarovanja, vezana na vzajemne sklade družbe NLB Skladi.
- 16 **Novosti iz družbe NLB Skladi**
Vlagatelji se lahko naročite na vrsto publikacij družbe NLB Skladi, s katerimi vam želimo pomagati pri sprejemanju ustreznih naložbenih odločitev. Za vse, ki potrebujete strokoven naložbeni nasvet, smo uvedli brezplačno modro številko 080 22 86.

Prve borzne lastovke ali kilavo kljuse?

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

S čim je mogoče razložiti spomladansko 35-odstotno rast svetovnega borznega indeksa v sicer morda najhujšem obdobju trenutne gospodarske krize? Razlogi za visok dvig tečajev so lahko trije:

- pričakovanja vlagateljev so nerealistična;
- makroekonomske in poslovne objave so spodbudne;
- trg je bil pred tem v (pre)hudem šoku.

Menim, da je dvig tečajev v zadnjem mesecu mogoče razložiti predvsem s tretjim razlogom. **Za takšen dvig borznih tečajev je v času šoka zadosten sprožilec že informacija, da so razmere sicer slabe, a ne tako izjemno slabe, kot se je borznim udeležencem zdelo poprej.** Posamezne spodbudne makroekonomske objave, ki kažejo na umirjanje krize, in presenetljivo spodbudne objave nekaterih vodilnih finančnih ustanov so pokazale, da gre lahko pot celo navzgor, in ne vodi nujno v čase Milke Planinc.¹ Četudi se pričakovani dobički delniških družb v tem času niso povečali, temveč so kvečjemu upadli, je premija za tveganje delnic, kot jo zahtevajo tržni udeleženci, upadla dovolj, da pozitivni odboj delniških tečajev lahko utemeljimo.

V času pisanja tega besedila so splošni delniški tečaji v svetu nekoliko nad ravnijo, kot so bile novembra lani, ko sem v tem biltenu podal podroben pogled na borzne razmere. **Razlogov, da bi tedanja optimistično oceno za dolgoročnega vlagatelja spremenil, ne vidim, a naj jo na kratko dodatno utemeljim:**

- Relativni kazalniki vrednotenja** (na primer P/E) v surovi obliki za ameriški delniški trg kot celoto podcenjujejo dobičke iz leta 2008, na katerih temeljijo prihodnje ocene. Velike minule izgube delniških družb, ki imajo zdaj v ključnih splošnih borznih indeksih zanemarljiv delež (ali pa so bile iz njih celo izločene), kazijo realno sliko. **Ciklično prilagojeni kazalniki vrednotenja so ugodni**, in to v razmerah nizke splošne ravni obrestnih mer.
- Delež dobičkov v ameriškem bruto domačem proizvodu (BDP) je upadel precej pod dolgoročno povprečje.** Smiselno je pričakovati, da se bo razmerje po obratu poslovnega cikla postopno povečalo na dolgoročno povprečno vrednost.

Pravzaprav me v »odličnih borznih časih« še posebej skrbi, kajti takrat delnice običajno niso podcenjene (prej obratno), zdaj pa menim, da so.

- Kljub bojznim, da bo ekspanzivna denarna politika povzročila čezmerno inflacijo, ta ostaja pod nadzorom**, saj je dejanski BDP razvitih gospodarstev precej pod potencialnim. »Tiskanje denarja« samo po sebi ne povzroča inflacije, če blaži velik upad kroženja denarja v obtoku, ki je del samega jedra aktualnega šoka. Hudo narobe bi bilo, če bi denarna politika ne bila ekspanzivna.
- Manjša deflacija na srednji rok je sicer možna, a **verjetnost škodljive večje deflacije je zaradi ekspanzivne denarne in fiskalne politike majhna.**
- Voditelji ključnih gospodarstev so dosegli vsaj osnovni konsenz** glede potrebnih ukrepov v času krize, pri čemer je celo pozitivno, da popolnega soglasja ni. Iskanje univerzalnih receptov za ne povsem enake bolnike bi bilo škodljivo.
- Javni dolg ZDA je velik, a merjen glede na obseg BDP (kar je edino smiselno) ni nič večji od nemškega.** ZDA imajo edine status svetovne velesile, ki ima veliko gospodarsko in vojaško moč ter v kateri hkrati obstaja močno pravno varstvo kapitala in zasebne lastnine. Tveganje ZDA in ameriškega dolarja se lahko presoja le v tem kontekstu.
- Zelo privlačnih alternativ delnicam ni.** Nepremičnine? Nizko donosne državne obveznice? Podjetniške obveznice na dolgi rok da, a v pomembni meri bodo usodo delile z delnicami. Zlato? Morda za kakšno letalsko karto na oddaljen otok v primeru jedrskega spopada in zlato verižico. Moti me, da je večina zlata, ki je bilo kdajkoli izkopano, še vedno tu in da kapa sama po sebi na dolgi rok ne raste.
- Razdolževanje (angl. deleveraging) ZDA je in bo boleče, vendar pa je neto zadolženost planeta Zemlja še vedno nič.** Globalna neravnovesja so skrb zbujajoča (četudi se postopoma

blažijo), a dejstvo, da so omejena predvsem na dve velesili (ZDA in Kitajsko), je prednost – dva se lahko hitreje dogovorita kot štirje.

- Vsem, tako državam uvoznicam kot državam izvoznicam nafte, je jasno, da so v istem čolnu.** Četudi je ta trenutno precej majav, je to najboljše varovalo pred velikimi neumnostmi.

Seveda me kot vlagatelja še naprej zelo skrbi. Tako me, denimo, skrbi, kako bo s staranjem evropskega in japonskega prebivalstva, z učinki upokojevanja ameriških babyboomerjev in ameriškimi izdatki za zdravstvo. Skrbi me, ali bodo centralne banke kljub verjetnim političnim pritiskom obsežna likvidna sredstva pravočasno (a ne prekmalu) umaknile iz sistema. Skrbi me, kako bo z globalnim segrevanjem, naravnimi viri, vprašanjem Irana in Severne Koreje. Skrbi me možni večji protekcionistični ukrepi kot sad političnega populizma. Skrbi me tudi kitajsko računovodstvo, ki ni ravno vzor zanesljivosti.

Vendar pa me kot vlagatelja zelo skrbi tudi v odličnih borznih časih.

Pravzaprav me tedaj še posebej skrbi, kajti takrat delnice običajno niso podcenjene (prej obratno), zdaj pa menim, da so. Resda tudi z razlogom (nadpovprečno visoka zahtevana premija za tveganje). A tisti, ki naložbeno tveganje prevzema v zanj znosni meri in ki vlaganje dojema kot proces, ne pa kot enkratno odločitev v trenutku navdiha, na tveganje ne gleda le kot na zlo, temveč predvsem kot na priložnost – seveda v zdravi meri.

¹ Predsednica vlade SFR Jugoslavije v obdobju 1982 – 1986. Zaradi tedanje svetovne naftne krize in težkega gospodarskega položaja, ki je nastal zaradi prezadolženosti socialistične Jugoslavije in nizke produktivnosti, smo se takrat lahko vozili z osebnimi avtomobili samo vsak drugi dan (par-nepar), v trgovinah ni bilo mogoče kupiti blaga iz uvoza (kava, južno sadje), primanjkovalo je tudi zobne paste, toaletnega papirja, jedilnega olja, pogoste so bile redukcije elektrike.

Kljub krizi optimistični

uredništvo

Z upravljavci in analitiki družbe NLB Skladi smo se pogovarjali o aktualnih razmerah na finančnih trgih in o pričakovanih glede nadaljnjih dogodkov. Na naša vprašanja so odgovarjali član uprave mag. Kruno Abramovič, CFA, vodja analiz Blaž Hribar, CFA in vodja upravljalcev Lan Filipič, M. Sc.



So delnice v svetu zdaj poceni ali drage? V kolikšni meri so bili tečajni padci v zadnjem letu in pol upravičeni?

Hribar: Delnice so glede na večino temeljnih kazalnikov trenutno vrednotene ugodno. Menim, da zdajšnja vrednotenja podcenjujejo verjetnost, da bodo družbe spet postale dobičkonosne (na primer v finančnem sektorju), in da so delnice posledično poceni, minuli tečajni padci pa vsaj do neke mere pretirani in posledica specifičnih enkratnih dejavnikov (na primer likvidnostnega krča).

Nekateri kritiki pravijo, da smo s to krizo prešli iz časov »virtualnih dobičkov« v čas krute realnosti, ki mu bo sledila sprememba svetovnega reda. Se s tem strinjate?

Abramovič: Vrednosti delnic po definiciji izhajajo predvsem iz prihodnjih dobičkov in to se ne bo spremenilo. Če bi kapitalski trgi pričakovali spremembo svetovnega reda, denimo v smer komunizma, bi to cene delnic verjetno odsevale in bi se njihova vrednost zmanjšala proti ničli. Podobno se je zgodilo v Rusiji leta 1917 ali pa na Kitajskem leta 1949.

Glede na pričakovano stabilizacijo svetovnega gospodarstva dajem prednost bolj ciklično naravnanim panogam, kot so naravni viri ter visoka tehnologija, ali delnicam srednje velikih družb.

Blaž Hribar, CFA; vodja analiz

Koliko je v tečaje delnic po svetu vračunan strah in v kolikšni meri je upravičen?

Hribar: Premija za tveganje je zelo visoka in pesimizem vlagateljev je na zgodovinsko visoki ravni, vse to pa nakazuje na izjemno prisotnost strahu. Zgodovinsko gledano so take vrednosti zelo redke in razkrivajo čustven odziv vlagateljev, ki pride posebej do izraza v izjemnih časih – tako dobrih (evforija) kot slabih (panika in strah).

Je potemtakem pričakovana donosnost delnic za dolgoročnega vlagatelja višja ali nižja?

Hribar: Vlagatelji, ki so pripravljeni sprejeti povečano tveganje, ki je trenutno vračunano v tečaje delnic, bodo na dolgi rok najverjetneje nadpovprečno dobro nagrajeni.

Menda na trgu obstajajo tudi strukturirani produkti, ki ponujajo podobno pričakovano donosnost kot delnice, a z zaščito glavnice. Zakaj bi ljudje potem sploh še nalogali v »primitivne« delnice?

Abramovič: Osebe, ki prodajajo garantirane produkte in hkrati obljublajo visoke pričakovane donose, močno zavajajo. Pričakovana donosnost delnic je visoka ravno zato, ker delnice vsebujejo veliko tveganje. Produkta, ki bi tveganje odpravil, ne da bi hkrati odpravil presežno donosnost, ni in ga tudi ne more biti.

Po mnenju nekaterih poznavalcev je zdaj odličen čas za naložbo v zlato in tako imenovane varne naložbe (denimo državne obveznice z visokimi bonitetami). Se strinjate s to oceno?

Filipič: Glede na trenutne razmere na finančnih trgih vlagateljem ne priporočam povečevanja naložb v državne obveznice in zlato. Donosnosti do dospelja državnih obveznic z visokimi bonitetami so zelo nizke, cene

zlata pa so precej visoke in večinoma vključujejo povišana inflacijska pričakovanja.

V zadnjem času je svet pretreslo kar nekaj afer. Kaj se lahko naučimo iz primerov Madoff in Stanford?

Filipič: Predvsem to, da čudežnih naložbenih produktov ni. Pri obeh aferah so bili minuli naložbeni rezultati tako izjemno dobri, da so bili na meji ali prek meje možnega, kar se je tudi razkrilo na žalostnem koncu.

Je mednarodna razpršitev delniških naložb v času aktualne krize odpovedala?

Filipič: Pozitivni elementi razpršitve se v minulem koledarskem letu niso pokazali v najboljši luči, saj smo bili priča upadanju cen tako rekoč vseh naložbenih kategorij v vseh regijah. Vendar je ta pojav povišanja korelacij v kriznih obdobjih dobro znan. Gre za stranski proizvod vse večje globalizacije in povezanosti kapitalskih trgov.

Je premoženje še smiselno razpršiti mednarodno in v kolikšni meri?

Filipič: Na dolgi rok se razpršitev kljub vsemu splača, saj vse krize niso globalne, različne svetovne gospodarske regije pa so še vedno v različnih ciklih.

Bo imela recesija res obliko črke L, kot denimo ocenjuje ekonomist Nouriel Roubini? Je sploh mogoče, da je okrevanje po umiritvi razmer hitro (recesija v obliki črke »V« ali vsaj »U«)?

Hribar: Menim, da bo do vrnitve v rahlo gospodarsko rast – zaradi močnega odziva držav, ki so sprejele fiskalne svežnje pomoči, in zaradi ekspanzivne denarne politike centralnih bank – prišlo že v drugi polovici tega leta. Vendar pa ne pričakujem vrnitve razvitega dela sveta v znatnejšo gospodarsko rast (»V«), in sicer zaradi razmeroma

Osebe, ki prodajajo garantirane produkte in hkrati obljublajo visoke pričakovane donose, močno zavajajo.

mag. Kruno Abramovič, CFA; član uprave

počasnega in bolečega razdolževanja globalnega finančnega sektorja in ameriških gospodinjstev. Pričakujem torej recesijo oblike črke »U«.

Kolikšna je verjetnost, da se ponovi scenarij Japonske? So primerjave s to državo umestne?

Abramovič: Primerjave z Japonsko so pretirane, saj poleg izrazito večjega borznega in nepremičninskega balona kot izhodiščne točke krize v tej državi japonski kapitalski trg od drugih razvitih trgov loči zlasti škodljivo navzkrižno lastništvo delniških družb, v katero so bile vključene tudi poslovne banke. To je močno potencialno tako nastanek borznega balona kot poznejše upadanje tečajev.

So (ali pa bodo) ZDA res tako močno zadolžene, kot se občasno ugiba v javnosti?

Hribar: Zadolženost ZDA vsaj za zdaj ni problematična. Delež javnega dolga v bruto domačem proizvodu (BDP) je konec leta 2008 znašal zmerno visokih 74,6 odstotka, kar je bilo le nekoliko več kot v Nemčiji. V Italiji in Grčiji ta delež sega prek 100 odstotkov, na Japonskem pa se že približuje 200 odstotkom BDP. Predviden ameriški proračunski primanjkljaj, ki naj bi letos dosegel 12 odstotkov BDP, je sicer ogromen, a če bo dosegel svoj namen, ne bi smel biti problematičen.

Marca so svetovni delniški trgi izjemno močno okrevali, rasti po 9. marcu so bile najvišje po letu 1933. Je imel ta odboj realno podlago?

Hribar: Da, saj se je zgodil z izjemno nizkih ravni delniških tečajev, ki so temeljili tudi na paniki vlagateljev. Nekaj spodbudnih makroekonomskih objav je naznanilo možnost gospodarskega okrevanja v drugi polovici tega leta, spodbudni rezultati nekaj pomembnih ameriških finančnih



ustanov (na primer Goldman Sachs in Wells Fargo) v letošnjem prvem četrtletju pa so nakazali, da se finančni sektor k dobičkonosnosti lahko povrne prej, kot se je pričakovalo še pred kratkim.

Zakaj so delnice na ljubljanski borzi kljub temu stopicale na mestu?

Filipič: Slovenski kapitalski trg je zaradi svoje zaprtosti izjemno specifičen, poleg tega pa so bile slovenske delnice pred padci močno precenjene, česar za delnice na svetovnih kapitalskih trgih ne bi mogli reči.

Po drugi strani pa so delnice na ključnih svetovnih trgih v razvoju v zadnjih mesecih zaznale precej višjo rast kot delnice na razvitih trgih. Zakaj?

Hribar: Nekateri ključni trgi v razvoju so v trenutno svetovno krizo vstopili v razmeroma dobri makroekonomski kondiciji in s precejšnjimi rezervami. Povečana verjetnost stabilizacije razvitih gospodarstev je dvignila cene surovin in povečala verjetnost naročil v prihodnje, nekatere države pa izvajajo tudi ukrepe, ki naj bi že srednjeročno okrepili domače povpraševanje.

Je na srednji in dolgi rok večja grožnja inflacija ali deflacija? Kako nevarno je pospešeno »tiskanje denarja« (t.i. quantitative easing) s strani centralnih bank, zlasti ameriške?

Abramovič: Lahko rečemo, da sta se povečali tako grožnja inflacije kot deflacije. Kot menim, ni zelo verjetno, da pride do znatne deflacije, saj je

nabor možnih ukrepov centralnih bank bistveno širši kot v času, ko je imel denar zlato podlago. Hkrati pa upam, da si bodo centralne banke drznile zoperstaviti političnim pritiskom, ko bo treba ob koncu recesije začeti višati obrestne mere.

Katere naložbe se najbolje obnesejo v takšnih razmerah?

Abramovič: V razmerah naraščajoče inflacije se v splošnem najbolj splača vlagati v delnice in nepremičnine, delno pa tudi v zelo kratkoročne naložbe s fiksnim donosom.

Kolikšno izpostavljenost delnicam bi zdaj svetovali dolgoročnemu vlagatelju z naložbenim horizontom deset let, za katerega je denimo v običajnih razmerah najustreznejša 50-odstotna izpostavljenost finančnega premoženja delnicam?

Filipič: Zmeraj je treba upoštevati vrsto specifičnih dejavnikov pri vsakem posameznem vlagatelju. Zelo na splošno pa bi takemu vlagatelju priporočal, naj glede na trenutne razmere v delnice razporedi od 55 do 60 odstotkov svojega finančnega premoženja.

Katerim naložbenim segmentom bi pri nalaganju v delnice dali še poseben poudarek?

Hribar: Glede na pričakovano stabilizacijo svetovnega gospodarstva dajem prednost bolj ciklično naravnanim panogam, kot so naravni viri ter visoka tehnologija, ali delnicam srednje velikih družb. Zaradi odločnih ukrepov vlad in centralnih bank dajem

Glede na trenutne razmere na finančnih trgih vlagatelj ne priporočam povečevanja naložb v državne obveznice in zlato.

Lan Filipič, M. Sc.; vodja upravljavcev



prednost razvitim delniškim trgom, predvsem v Evropi in Severni Ameriki, pri čemer pa solidno donosnost pričakujem tudi na ključnih trgih v razvoju.

Vaši vzajemni skladi so se v času finančne krize na večini naloženih področij kljub izgubam izkazali kot bolj trpežni v primerjavi z vzajemnimi skladi konkurence. Ste k temu pripomogli upravljavci z napovedjo krize?

Abramovič: Osebnost ne verjamem, da so krize napovedljive. Aktualne krize nismo napovedali, a pomembno je, da smo jo kot možnost dopustili, zaradi česar nas ni zaneslo k prevzemanju čezmernih tveganj. V času borznih padcev smo pri naloženih odločitvah vztrajali in nismo panično prilagajali svojih naložb dnevnim dogodkom. Pri tem smo ves čas pazili na stroškovno učinkovitost.

Napovedovati prihodnje borzne dogodke je precejšnja loterija, a vseeno: kolikšno povprečno realno letno donosnost bo v prihodnjih treh do petih letih najverjetneje ustvaril vlagatelj, ki bo premoženje intenzivno razpršil v delnice v svetovnem merilu?

Filipič: V prihodnjih petih letih pričakujem nadpovprečno realno donosnost, približno v višini 9 odstotkov na leto.

Hribar: Ob predpostavki, da se bo

recesija končala v prihodnjih 12 mesecih, pričakujem, da bodo delniški trgi v prihodnjih treh do petih letih s trenutnih nivojev porasli za 50 do 100 odstotkov.

Abramovič: Na razvitih trgih v prihodnjih treh letih pričakujem povprečno donosnost v višini 12 odstotkov na leto, pri čemer ocenjujem, da je verjetnost negativne donosnosti manj kot desetinska.

Vaš najboljši napotek v teh zahtevnih časih:

Filipič: Naj vas morebitni kratkoročni neuspehi ne odvrnejo od naložb na kapitalskih trgih. Izkoristite takšne priložnosti za učenje in pridobivanje izkušenj.

Hribar: Racionalno odločanje, jekleni živci in disciplinirano vstopanje na delniške trge so ključni za dolgoročno uspešnost pri naložbah v delnice. Če citiram Warrena Buffetta: »Evforija je vaš sovražnik, pesimizem vaš prijatelj.«

Abramovič: Sestanite se s finančnim svetovalcem, ki mu zaupate, preverite trenutno sestavo svojih prihrankov in ustrezno preoblikujte svoje naložbe, če ne ustrezajo optimalni strateški sestavi. Enak napotek bi dal tudi v »normalnih« časih.

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., upravlja krovi sklad NLB Skladi in vzajemni sklad NLB Skladi - Globalni delniški. 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 prospetih investicijskih skladov z vključenimi pravili upravljanja in v izvlečkih prospektov investicijskih skladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja posameznega vzajemnega sklada oziroma podsklada krovnega sklada morajo družba NLB Skladi oziroma drugi osebi, ki sta pooblaščenici za trženje in prodajo investicijskih kuponov vzajemnih skladov, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta investicijskega sklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt z vključenimi pravili upravljanja, zadnje objavljeno revidirano letno in polletno poročilo investicijskega sklada. Izvlečki prospektov investicijskih skladov, prospekti investicijskih skladov z vključenimi pravili upravljanja, zadnja objavljena revidirana letna in polletna poročila investicijskih skladov 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 vpisnih 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 prihodnjih 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. Podatki o naravi tveganosti posameznega investicijskega sklada so navedeni v prospektu investicijskega sklada z vključenimi pravili upravljanja. 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, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški in vzajemnega sklada NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR 1,50 % vrednosti investicijskega kupona, NLB Skladi - Kombinirani globalni in NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi pa 2,25 % 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 vzajemnega sklada 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 prikazanih donosov. Vzajemni skladi družbe NLB Skladi niso bančna storitev in ne prinašajo zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v vzajemne 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 bitenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naloženih 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 naloženimi skupinami, ki so navedene v tem bitenu, 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 (invali 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, Poljski 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 donose 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 naloženega življenjskega zavarovanja lahko bil nižji od zneskov vplačila v naložbeno življenjsko zavarovanje, prevzema zavarovalec.

Kaj naj v krizi stori vlagatelj?

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

Izjemni padci tečajev delnic v svetu, ki smo jim bili priča v dobrem letu dni, so marsikaterega zasebnega vlagatelja postavili pred dilemo: vztrajati v naložbi ali iz nje izstopiti in ubraniti preostalo vrednost prihrankov? Dileme naložbenikov, ki vlaganje dojemajo kot proces, so precej manjše od dilem tistih, ki ga dojemajo kot enkratno odločitev.

Kako ravnajo zasebni vlagatelji v praksi in zakaj?

»Vztrajati ali prodati?« je prvo vprašanje, ki ga postavijo zasebni vlagatelji v času krize. Drugo vprašanje je: »Smo že blizu dna?« Precej manj vlagateljev pa zaradi strahu pred negotovo prihodnostjo (ki je sicer po definiciji vedno negotova tudi po obdobjih visoke rasti na borzah) skuša odgovoriti na vprašanje: »Ali pozicijo v delnicah obdržati ali povečati?«

Tudi za zasebne vlagatelje v svetu, ki imajo z naložbami v delnice več izkušenj kot slovenski, je **značilno, da v delnice denar nalagajo predvsem po izpričani visoki rasti tečajev, v času po borzних padcih pa jih je delnice strah kupovati ali jih celo prodajajo.**¹ Upošteva psihološke dejavnike, ki v pomembni meri vplivajo na naložbene odločitve, je to razumljivo:

1. V času po visoki rasti borzних tečajev je strah vlagateljev manjši (ali ga celo ni), saj so splošne razmere ugodne. Veliko jih tveganost delnic v takšnih razmerah podceni, kar pa je napačno – delnice kot naložba so v osnovi vedno podobno tvegane (še posebej z vidika dolgoročnega vlagatelja), spreminja se le zaznava tega tveganja. Podobno velik del vlagateljev po večjih borzних padcih naložbeno tveganje delnic preceni.

2. Vlagatelji so nagnjeni k temu, da donosnosti iz bližnje preteklosti avtomatično preslikajo v prihodnost. Normalna pričakovana dolgoročna realna donosnost povprečno tvegane delnice v svetu je od 5 do 6 odstotkov na leto (kar je vsota normalne realne gospodarske rasti in tekoče dividendne donosnosti). K tej donosnosti lahko prištejemo tudi pričakovano stopnjo inflacije, saj so delnice dolgoročno dober inflacijski ščit – v času višje inflacije namreč po višji stopnji rastejo tudi dobički delniških družb. Vendar pa je za takšno oceno normalne donosnosti pod vtisom borzних dogodkov iz bližnje preteklosti dojemljiv le malokdo. **Po nekaj desetodstotnih letnih minulih donosnostih se pričakovana donosnost delnic precenjuje, po več desetodstotnih padcih tečajev pa močno podcenjuje.**

Upošteva navedeno je povsem normalno, da velika večina zasebnih vlagateljev v delnice vlaga po obdobjih visoke rasti (»nizko tveganje, visoka donosnost v prihodnosti«), po velikih borzних padcih pa delnice prodaja ali pri naložbah vztraja in jih ne dokupuje (»visoko tveganje, možne visoke prihodnje izgube«).

Takšno ravnanje je tudi ključni razlog, da zasebni vlagatelji v delnice dosegajo zelo slabe rezultate, ki so bistveno slabši od povprečnih. Tako so denimo v obdobju od leta 1986 do 2005 tisti ameriški vlagatelji v delniške vzajemne sklade, ki so se za naložbe odločali predvsem na podlagi tekočih borzних dogodkov, v povprečju dosegli za 8 odstotnih točk nižjo letno donosnost, kot so jo dosegli tisti vlagatelji, ki so prihranke v vzajemne sklade nalagali periodično, enakomerno in dolgoročno.² Ta rezultat je izjemno slab, saj pomeni, da vlagatelj tudi v primeru normalne dolgoročne nominalne donosnosti delnic v višini devet odstotkov na leto ustvari približno ničelno donosnost.

Kako bi morali ravnati?

Pred vsako naložbo v delnice bi moral vlagatelj oblikovati dolgoročno naložbeno strategijo. Z njo bi moral opredeliti, kakšen je optimalen, največji ter najmanjši sprejemljiv delež, ki ga lahko imajo delnice v njegovem finančnem (ali celotnem) premoženju. Na ta način vlagatelj opredeli zgornjo in spodnjo sprejemljivo mejo naložbenega tveganja,

ki ga prevzema, s tem ko se odloči za naložbo v delnice, ki sodijo v najbolj tvegano osnovno naložbeno skupino. Ta delež ne sme biti odvisen od vlagateljevih pričakovanj glede borzних dogodkov, temveč od njegovih finančnih razmer, finančnih ciljev (tip in ročnost) in od njegovega odnosa do tveganja.

1. korak: Oblikovanje varnostne zaloge prihrankov

V sklopu naložbenega svetovanja mora naložbeni svetovalec vlagatelju najprej pomagati oceniti, koliko mora znašati njegova varnostna zaloga prihrankov za doseganje osnovne finančne varnosti. Ta varnostna zaloge je namenjena pokritju nepričakovanih izdatkov (na primer za nepričakovana popravila hiše) ali nepričakovanemu izpadu dohodkov (na primer ob začasnem znižanju plače ali izgubi zaposlitve). Velika mora biti toliko, da gospodinjstvo z njenim črpanjem lahko pokriva nujne življenjske izdatke za dobo od 6 mesecev (gospodinjstva z manjšim tveganjem) do 24 mesecev (gospodinjstva z večjim tveganjem), pri čemer je za večino gospodinjstev ustrezna doba približno 12 mesecev. Kolikšni so ti izdatki in kaj vanje sodi, mora oceniti vsak vlagatelj sam. V tej varnostni zalogi ne sme biti prostora za delnice. **Ti prihranki se naložijo izključno v varne in nizko donosne naložbe, kakršni so na primer bančni depoziti.** Pri tem je priporočljivo, da je del vsaj zmerno likviden, saj se vlagatelj na ta način izogne potrebi po najetju posojila, ki bi mu povzročilo dodatne stroške.

Razumljivo je, da večina vlagateljev dolgoročnega optimalnega deleža delnic v svojih finančnih prihrankih ne zna oceniti samostojno. To osnovno nalogo bi moral znati opraviti vsakdo, ki vlagatelju ponuja naložbene produkte. **Vlagatelju so sicer pri tem v pomoč tudi vprašalniki** (pri naložbah v vzajemne sklade denimo predpisani vprašalnik »Profil vlagatelja«), ki pa tudi v primeru, da so skrbno sestavljeni, ne morejo dati tako zanesljive ocene, kot jo lahko poda dobro usposobljen naložbeni svetovalec, ki stranko pozna.

¹ Vzorci prilivov in odlivov sredstev vlagateljev v vzajemne sklade sicer kažejo, da je ravnanje evropskih vlagateljev v tem oziru bistveno manj agresivno od ravnanja slovenskih. Še najmanj pa je agresivno ravnanje ameriških zasebnih vlagateljev, ki pomemben del vplačil v vzajemne sklade vršijo postopno in periodično. Vir: EFAMA in ICI.

² DALBAR: Quantitative Analysis of Investor Behavior, 2006.



Po nekaj desetodstotnih letnih minulih donosnostih se pričakovana donosnost delnic precenjuje, po več desetodstotnih padcih tečajev pa močno podcenjuje.

Naložbe v delnice oziroma delniške naložbene produkte, ki nimajo podlage v naložbeni strategiji, močno odsvetujem, saj se vlagatelj na pot podaja brez zemljevida, to pa mu bo škodovalo tako po obdobjih visoke rasti borznih tečajev kot po njihovih visokih padcih.

Vlagatelj si pri oceni zanj največjega dovoljenega deleža delnic lahko pomaga s tabelo 1, ki pa je zgolj informativne narave. Osnovna predpostavka je, da je preostali del finančnega premoženja naložen v nizko tvegane naložbe, kot so državne obveznice z najvišjimi bonitetami ali bančni depoziti.

Odločitev za naložbo v delnice – primer

Vzemimo za primer gospodinjstvo, ki ima 50.000 evrov finančnih prihrankov. Naložbeni svetovalec, s katerim se odrasla člana gospodinjstva pogovarjata o raznolikih naložbenih možnostih, **oceni, da je zanj ustrežno, da oblikujeta osnovno varnostno zalogo prihrankov v višini 18.000 evrov**. Ker sta zaposlitvi

Skrajna meja tolerance izgube celotnega finančnega premoženja v posameznem obdobju varčevanja	Obdobje varčevanja			
	1 leto	3 leta	5 let	10 let
0 %	Vlagatelj naj se delnicam v celoti izogne.			25 %
-5 %	11 %	18 %	24 %	37 %
-10 %	17 %	23 %	28 %	42 %
-15 %	24 %	28 %	33 %	45 %
-20 %	30 %	33 %	37 %	49 %
-25 %	36 %	38 %	42 %	53 %
-35 %	49 %	48 %	50 %	60 %
-50 %	68 %	70 %	64 %	71 %
-75 %	85 %	85 %	90 %	90 %

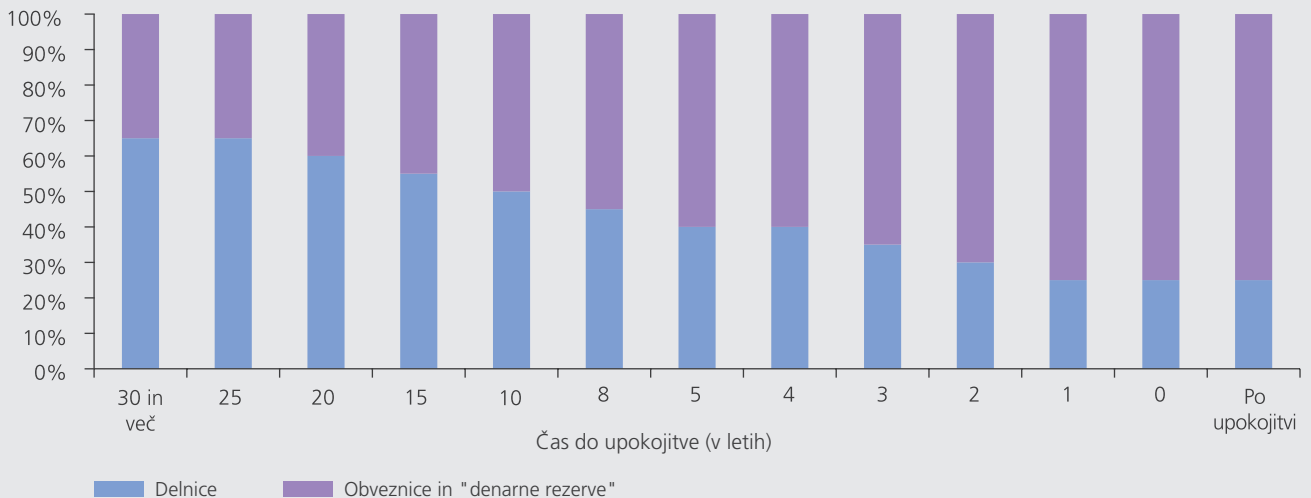
* Pomembna predpostavka: močna razpršitev portfelja v svetovnem merilu.
 ** Naložbe v delnice za dobo krajšo od petih let močno odsvetujem.

obeh razmeroma stabilni, osnovno stanovanjsko vprašanje pa sta že rešila, je namreč to zadostna varnostna rezerva, ki jima omogoča pokrivanje nujnih izdatkov gospodinjstva za čas 12 mesecev (vlagatelja sta pri tem sama ocenila, da nujni mesečni izdatki gospodinjstva znašajo 1.500 evrov). Ta sredstva bosta vlagatelja razporedila v bančni depozit, pri čemer bosta kombinirala možnost trimesečnega in šestmesečnega vezanega depozita (nujne izdatke za dobo treh mesecev lahko pokrijeta tudi s premostitvenim posojilom ali izrednim limitom na osebem računu).

Preostalih 32.000 evrov bi vlagatelja iz našega primera rada namenila za

dodatno pokojninsko varčevanje. Ker jima do pričakovanega časa upokojitve manjka še 25 let, je naložbeni svetovalec kot zanj najustreznejše ocenil, da v delnice razporedita 65 odstotkov tega dela prihrankov (20.800 evrov), preostali del (11.200 evrov) pa v obveznice z višjo ali visoko boniteto ter v manjši meri v bančni depozit (nizko tvegane naložbe). **Z bližanjem času upokojitve bosta vlagatelja delež delnic v portfelju postopoma zmanjševala** (njuna objektivna toleranca tveganja bo sčasoma nižja, saj se bo skrajševal razpoložljiv čas za to, da bi lahko nadomestila morebitne izgube), tako da bo ob njuni upokojitvi upadel na 25 odstotkov (slika 1).

→ Slika 1: Ponazoritev priporočljive sestave prihrankov pri dodatnem pokojninskem varčevanju (varčevanje za vlagatelja s povprečno toleranco tveganja – zmerni profil)



Po obdobju visoke rasti tečajev na borzi naj bi vlagatelj v osnovi del delniških naložb pretvoril v manj tvegane naložbe, po visokih borznih padcih pa naj bi izpostavljenost delnicam povečal.

V primeru normalne pričakovane povprečne realne donosnosti delnic v višini šest odstotkov na leto in enoodstotne realne donosnosti nizko tveganih naložb lahko vlagatelj iz našega primera pričakujeta **4,25-odstotno realno letno donosnost celotnih prihrankov**, ki jih namenjata varčevanju za dodatno pokojnino.

Pričakovana realna vrednost (torej po inflaciji) prihrankov ob upokojitvi bi v primeru nespremenjene sestave prihrankov znašala **90.584 evrov**, upošteva je 50-odstotno povprečno izpostavljenost delnicam v času varčevanja (v prvih letih več, pozneje manj) pa **75.624 evrov**. Če bi prihranke razporedila le v nizko tvegane naložbe, bi lahko pričakovala **41.038 evrov** prihrankov. **To pomeni, da je pričakovana realna dodatna pokojnina približno dvakrat višja kot v primeru, da bi prihranke razporedila v nizko tvegane naložbe**, kar vlagateljema odtehta naložbeno tveganje, ki ga prevzemata z naložbo. Verjetnost, da bodo delniške naložbe, ki bodo dobro razpršene v svetovnem merilu, v času dolgoročnega varčevanja prinesle realno izgubo, je namreč zelo majhna. Poleg tega imata ves čas oblikovano varnostno varčevalno rezervo, ki jima zagotavlja temeljno oporo za preudarno ravnanje z bolj tveganim delom prihrankov (zaradi poenostavitve primera pustimo ob strani dejstvo, da bosta v preostalih 25 letih delovne dobe oblikovala tudi dodatne prihranke).

→ Tabela 2: Začetna sestava finančnih prihrankov gospodinjstva iz našega primera

Prihranki za dodatno pokojnino: 32.000 EUR

Delniške naložbe: 20.800 EUR

Obvezniške naložbe in bančni depoziti: 11.200 EUR

Varnostna zaloga prihrankov: 18.000 EUR

(kratkoročni in srednjeročni bančni depozit, kratkoročni državni vrednostni papirji visokih bonitet)

Potem pa nastopijo borzni cikli

Recimo, da imata vlagatelja iz našega primera v prvih šestih letih »srečo« in z delniškimi naložbami ustvarita **70-odstotno donosnost, z bolj varnimi pa 20-odstotno:**

- Delež delnic v njunem portfelju se je posledično povečal na 72,5 odstotka, delež manj tveganih naložb pa je upadel na 27,5 odstotka.
- Hkrati se je čas do upokojitve skrajšal na 19 let, za takšno osebo pa je ustrezno, da ima v portfelju 60 odstotkov delnic (namesto izhodiščnih 65 odstotkov).
- Naša vlagatelja sta posledično delnicam izpostavljena za 12,5 odstotne točke preveč. Ta del bosta zato prodala in denar usmerila v manj tvegane naložbe (obveznice in denarne rezerve).

Pomembna prednost krovnih skladov

V okviru podskladov krovnega sklada bosta vlagatelja strateško razporeditev naložb lahko aktivno zasledovala, ne da bi zato imela dodatne davčne obremenitve. Če bi v delnicah varčevala neposredno (ali v okviru storitve individualnega upravljanja premoženja), bi v letu, ko bi izvedla transakcijo, plačala 15-odstotni davek na dobiček iz naslova prodanih delniških skladov. V primeru naložbe v vzajemne sklade za dobo več kot 20 let bi tudi v primeru aktivnih prilagoditev portfelja davčna stopnja znašala nič odstotkov.

Recimo, da v naslednjem (sedmem) letu delnice prinesejo negativno **30-odstotno donosnost, manj tvegane naložbe pa 5-odstotno pozitivno donosnost:**

- Delež delnic v portfelju se je zmanjšal na 50 odstotkov, delež manj tveganih naložb pa se je povečal na prav tako 50 odstotkov.

- Vlagatelja sta delnicam premalo izpostavljena, zato bosta del sredstev iz obvezniškega podsklada prenesla v delniški podsklad.

V nasprotju z intuicijo

Vlagatelj naj bi torej ravnal ravno nasprotno, kot večina zasebnih vlagateljev ravna v praksi. Po obdobju visoke rasti tečajev na borzi naj bi del delniških naložb pretvoril v manj tvegane naložbe, po visokih borznih padcih pa naj bi izpostavljenost delnicam povečal.³ Vendar pa razlog za to ni ocena, da je po obdobju visoke borzne rasti pričakovana donosnost delnic nižja, po visokih padcih pa višja. **Ključni razlog za prerazporeditev naložb je, da je vlagatelj po obdobju visoke borzne rasti delnicam izpostavljen čezmerno, po visokih padcih pa manj, kot je za njegov osebni finančni profil ustrezno.**

Na borzi je na takšen način zelo težko ravnati, saj je takšno ravnanje v konfliktu z vlagateljevo psihologijo. Po obdobjih visoke borzne rasti naj bi namreč prodajal naložbe, za katere meni, da so »dobre«, in kupal nizko donosne naložbe, po visokih padcih pa naj bi prodajal nizko tvegane naložbe in kupal naložbe, za katere sklepa, da so »slabe«.

Pri tem je treba poudariti, da vlagatelj nikoli ne bi smel zaiti v situacijo, ko bi delež delnic povečeval iz varnostne varčevalne rezerve. Ta mu zagotavlja osnovno finančno varnost in mu hkrati omogoča manevrski prostor, da lahko izvaja opisane prilagoditve. **Pravo nasprotje temu preudarnemu vlagatelju pa je vlagatelj, ki varnostne rezerve ne oblikuje in se za nakup delnic zadolži.** Ta že na začetku izčrpa ves manevrski prostor. Če bo v prvih letih po izvedeni naložbi izkusil borzne padce, bo delnice prisiljen prodati, takšno ravnanje pa ga lahko pripelje tudi v precejšnjo finančno stisko. Vlagatelja iz našega primera ne more!

Zaradi optimizacije transakcijskih stroškov je ustrezno, da vlagatelj svoj portfelj uravnoteži največ enkrat na leto, pogosteje pa le izjemoma, če je zaradi večjih borznih sunkov prekoračena spodnja ali zgornja ustrezna meja deleža delnic v njegovem premoženju. Usposobljeni naložbeni svetovalec bo vlagatelju pomagal, da to stori davčno učinkovito.

³ V primeru večjih borznih padcev je nadvse koristno preveriti ustreznost temeljne naložbene strategije.

Kaj pa naložbeno taktiziranje?

Če vlagatelj meni, da nihanja na borzah zna izkoristiti, naj jih izkorišča v okviru največjega in najmanjšega zanj ustreznega deleža delnic. Takšen razpon običajno znaša 10 odstotnih točk v vsako smer glede na optimalni delež (razpone, večje od 15 odstotnih točk, odsvetujem). V okviru tega razpona lahko vlagatelj, če je tveganje pripravljen in sposoben prevzeti, oblikuje tudi tako imenovani spekulativni portfelj. Tempiranje trga, kot v praksi rečemo tovrstnim prilagajanjem delniških naložb, pa lahko zaupa tudi upravljavcu, pri čemer mora biti vlagatelj pozoren, da so omejitve upravljavca dovolj stroge, da najvišja in najnižja ustreznost meja deleža delnic v vlagateljevem portfelju ne bo prekoračena.

Zakaj imajo vzajemni skladi naložbene omejitve?

Iz opisanega primera lahko razberemo tudi slabosti tako imenovanih fleksibilnih vzajemnih skladov, ki omejitve za naložbe v delnice in obveznice (ter druge nizko tvegane naložbe) nimajo opredeljenih ali pa so te meje zelo široke. Vlagatelj, ki sredstva razporedi v tak vzajemni sklad, v nobenem trenutku ne more vedeti, koliko tveganja prevzema. Vzajemni sklad lahko kadarkoli prevzame bistveno več ali bistveno manj tveganja, kot je za vlagatelja ustrezno (opomba: tveganje pri naložbah ni nekaj absolutno slabega, temveč je nujni prvi pogoj za doseganje nadpovprečne donosnosti). Če vlagatelj zaupa v sposobnost upravljavca za tempiranje trga, naj v takšen sklad razporedi največ tolikšen del sredstev, da v nobenem primeru ne bodo prekoračene najvišje in najnižje meje delniških naložb.

Nekateri vlagatelji v primeru borznih padcev negodujejo zaradi omejitev naložbenih politik vzajemnih skladov. Te omejitve so bile uvedene ravno zaradi njihove zaščite, ne pa zaradi zaščite upravljavca. V večini drugih držav članic EU so te omejitve še precej strožje, kot je praksa v Sloveniji. V skladu z evropsko klasifikacijo investicijskih skladov (The European Fund Classification), ki se v praksi čedalje bolj uveljavlja, obvezniški sklad ne sme nalagati v delnice, delniški sklad pa mora imeti v vsakem trenutku najmanj 85 odstotkov sredstev razporejenih v delnice. Uravnoteženi skladi v delnice ne smejo naložiti več kot 65 odstotkov in ne manj kot 35 odstotkov sredstev.

Kaj pa pravi zgodovina?

Pri iskanju odgovora na vprašanje, ali so vlagatelji, ki so v času recesij nalagali denar v delnice, bankrotirali, si lahko pomagamo le z zgodovino.

Od leta 1857, ko je ameriški NBER (National Bureau of Economic Research) začel meriti poslovne cikle s solidno stopnjo natančnosti in do kamor sežejo tudi podatki o donosnostih ameriških delnic (vseskozi govorim o donosnostih delniškega trga kot celote in torej predpostavljam, da je vlagatelj delniško premoženje dobro razpršil), je ameriško gospodarstvo prizadelo 33 recesij. Nekatero, kot je bila velika depresija v tridesetih letih prejšnjega stoletja, so bile izjemno hude, nekatere razmeroma blage.

Ker v družbi NLB Skladi vseskozi zagovarjamo temeljno pravilo nalaganja, da so namreč delnice naložba za vlagatelje z dolgoročnim naložbenim horizontom vsaj deset let, pri čemer je pet let strogi minimum, sem preveril, kako so se obnesle naložbe vlagateljev s tema dvema časovnim horizontoma. Analizo sem poenostavil tako, da sem predpostavil, da je vlagatelj prihranke v delnice naložil konec koledarskega leta, v katerem se je začela recesija (če se je recesija začela decembra, sem predpostavil naložbo konec naslednjega leta, saj v mesecu, ko se je recesija začela, to še ni bilo znano). Spodnja tabela kaže realne donosnosti (torej donosnosti, prilagojene za inflacijo, saj vlagatelja zanima le takšna donosnost), ki so jih dosegli omenjeni naložbeniki:

→ Tabela 3: Realne donosnosti ameriških delnic pri naložbah konec koledarskega leta, v katerem je nastopila recesija

Datum naložbe (konec leta)	Realna donosnost		Datum naložbe (konec leta)	Realna donosnost	
	v 5 letih	v 10 letih		v 5 letih	v 10 letih
1857	156,1 %	211,8 %	1923	226,3 %	107,2 %
1860	46,4 %	227,5 %	1926	-23,7 %	127,3 %
1865	123,7 %	250,9 %	1929	-23,9 %	19,7 %
1869	68,4 %	202,4 %	1937	8,5 %	63,5 %
1873	22,8 %	139,3 %	1945	13,0 %	172,3 %
1882	29,1 %	66,6 %	1948	92,2 %	371,8 %
1887	29,0 %	52,5 %	1953	145,5 %	262,5 %
1890	18,8 %	143,3 %	1957	76,7 %	198,8 %
1893	88,9 %	142,8 %	1960	72,0 %	64,7 %
1896	132,3 %	217,0 %	1970	-21,5 %	11,8 %
1899	59,9 %	131,0 %	1973	-9,8 %	41,8 %
1902	-6,9 %	54,4 %	1980	52,0 %	107,5 %
1907	65,7 %	23,6 %	1981	97,1 %	205,1 %
1910	19,7 %	-32,0 %	1990	91,0 %	263,8 %
1913	-22,0 %	13,5 %	2001	25,9 %	še ni podatka
1918	45,5 %	374,8 %	2008	še ni podatka	še ni podatka
1920	155,9 %	253,5 %			

Vira podatkov za izračune: NBER, JeremySiegel.com

Nekateri vlagatelji v primeru borznih padcev negotujejo zaradi omejitev naložbenih politik vzajemnih skladov. Te omejitve so bile uvedene ravno zaradi njihove zaščite, ne pa zaradi zaščite upravljavca.

V povprečnem obdobju izmed proučevanih je vlagatelj v petih letih dosegel 58-odstotno realno donosnost, v desetih letih pa 144,9-odstotno. Tako je povprečna realna letna donosnost znašala 9,6 odstotka (pri petletnem časovnem horizontu) oziroma 9,4 odstotka (pri desetletnem). To je bistveno več, kot je znašala povprečna realna letna donosnost delnic v tem času (ta je

bila 7,2-odstotna). Ravno nasprotna ugotovitev pa velja za vlagatelje, ki so delnice kupovali le v dobrih gospodarskih časih.

Seveda bi bilo prelepo, če bi lahko preprosto sklepali, da je nalaganje v delnice v času recesije gotova pot do lepih dolgoročnih donosov. Gotovih poti do zadetka na borzah ni, a precej zanesljivo lahko sklenemo, da je rezultat tistih vlagateljev, ki delnice kupujejo le v času gospodarskih vzponov, precej slabši od rezultata vlagateljev, ki si delnice upajo kupovati (tudi) v recesijskih časih. Danes se prihodnost zdi precej črna, a črna se je zdelala tudi v času minulih 32 recesij. Namen omenjene predstavitve je pokazati, da empirične izkušnje govorijo v prid povečevanju izpostavljenosti delniškimi naložbam v času recesije. Pri tem pa je pomembno, da vlagatelj ne prekorači zgornjih meja tveganja, ki jih je opredelil s svojo naložbeno strategijo.

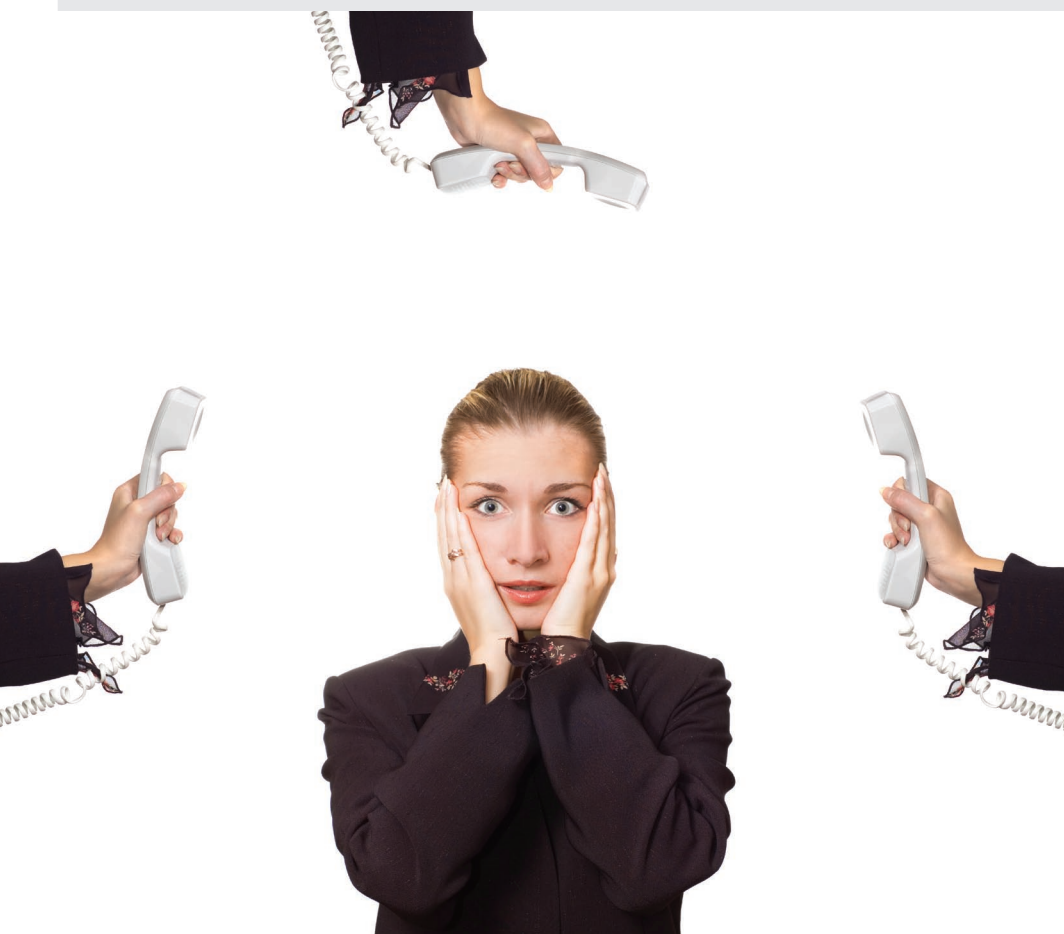
Kaj naj torej vlagatelj stori v času krize?

Vlagatelji, ki imajo izdelano ustrezno naložbeno strategijo, so po borznih padcih sicer zaskrbljeni, ne pa izgubljeni. Izgubljen je lahko le tisti, ki naložbene strategije ni opredelil, saj se je na pot podal brez zemljevida.

Naložbe v delnice oziroma delniške naložbene produkte, ki nimajo podlage v naložbeni strategiji, močno odsvetujem, saj se vlagatelj na pot podaja brez zemljevida.

Vlagatelju, ki v kriznih časih ne ve, kako ravnati, svetujem, naj ob pomoči usposobljenega naložbenega svetovalca oblikuje vsaj osnovno naložbeno strategijo, preden sprejme kakršnokoli naložbeno odločitev. Če oceni, da je delnicam izpostavljen čezmerno, naj del svojega delniškega premoženja postopoma prerazporedi v manj tvegane naložbe. Ravno nasprotno naj stori, če oceni, da je delnicam izpostavljen v premajhni meri (če je delnicam ustrezno izpostavljen, naj ne stori nič).

Zavedam se, da je kakovosten naložbeni nasvet v Sloveniji iz vrste razlogov še vedno težko pridobiti. Vse preveč pogovorov o naložbah se začne in konča pri donosnosti in različnih oblikah tveganja pod vtisom dogodkov iz bližnje preteklosti. Na trgu je tudi veliko oportunistov, ki skušajo na račun psihologije vlagatelja ustvariti kratkoročne dobičke in doseči kratkovidne kratkoročne prodajne načrte. Nekaterim vlagateljem sicer godi, da oseba, ki jim ponuja naložbene možnosti, pritrjuje njihovega izhodiščnemu prepričanju, vendar pa je kakovosten naložbeni svetovalec lahko le tisti, ki vlagatelja po potrebi tudi postavi na realna tla in mu pomaga najti pravo smer.



Donosno vlaganje, ki ublaži borzne šoke

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

Postopno varčevanje v delnicah in obveznicah je dolgoročno donosno, blaži vpliv šokov na kapitalskih trgih in v kombinaciji s krovniimi skladi prinaša davčne ugodnosti.

Vlagatelji, ki se odločijo za postopno varčevanje v vzajemnih skladih, na dolgi rok varčujejo donosno in obenem v pomembni meri ublažijo vplive šokov na kapitalskih trgih. Z uvedbo krovniimi skladov je postopno varčevanje še privlačnejše, saj so prehodi med podskladi istega krovnega sklada neobdavčeni, v primeru dolgoročnega varčevanja pa lahko plačilo davka na kapitalski dobiček v pomembni meri zmanjšajo.

Koristi postopnosti

Rezultati vlagateljev v vzajemne sklade po svetu v zadnjih nekaj desetletjih kažejo, da **so tisti, ki so prihranke v vzajemne sklade nalagali periodično, enakomerno in dolgoročno, v povprečju ustvarili precej višjo donosnost od tistih, ki so nalagali enkratne večje zneske.** Slednji so namreč v povprečju na trg vstopali v napačnih trenutkih, obenem pa v napačnih trenutkih z njega tudi izstopali.¹

Postopno varčevanje v primerjavi z enkratnim vplačilom zmanjšuje tveganje vstopa na trg ob nepravem času.

Postopno varčevanje v primerjavi z enkratnim vplačilom zmanjšuje tveganje vstopa na trg ob nepravem času (angl. market timing) in v razmerah negativnega trenda na kapitalskih trgih vlagatelju omogoča nakupe po nižji povprečni nakupni vrednosti. Oba dejavnika zmanjšujeta negativen vpliv šokov na kapitalskih trgih, obenem pa nižja povprečna nakupna vrednost ob vnovični vzpostavitvi pozitivnega trenda na kapitalskih trgih omogoča višjo donosnost.

¹ DALBAR, Quantitative Analysis of Investor Behavior, 2006.

→ **Tabela 1: Pričakovana realna mesečna renta pri postopnem varčevanju v dobro razpršenem delniškem portfelju (20-letno varčevanje, mesečni prihranki v višini 150 evrov)***

Doba črpanja prihrankov	Povprečna letna donosnost naložbe v času do začetka črpanja prihrankov po inflaciji				
	Pesimistični scenariji		Pričakovani scenarij	Optimistični scenarij	
	-2,5 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %
10 let	298,39 €	379,88 €	490,74 €	642,33 €	850,44 €
15 let	221,98 €	282,61 €	365,07 €	477,85 €	632,67 €
20 let	184,89 €	235,38 €	304,07 €	397,99 €	526,95 €
25 let	163,48 €	208,13 €	268,86 €	351,92 €	465,94 €
30 let	149,88 €	190,82 €	246,50 €	322,65 €	427,19 €

* V času črpanja prihrankov je predpostavljena povprečna realna donosnost delnic v višini 5 odstotkov na leto. Opomba: Pri 10- in 15-letni dobi črpanja prihrankov se v primeru pozitivne donosnosti na del rente plača davek po davčni stopnji od 5 do 10 odstotkov, ki rento po davkih nekoliko zmanjša.

Iz malega zraste veliko

S postopnim varčevanjem v vzajemnih skladih je mogoče tudi z zmernimi zneski doseči ambiciozne osebne strateške finančne cilje.

Vlagatelj, ki na mesec privarčuje 150 evrov in postopno varčuje 20 let, lahko ob predpostavljani petodstotni povprečni letni realni donosnosti naložb privarčuje 61 tisoč evrov ob enaki kupni moči, kot jo ta znesek omogoča danes. Če bi sredstva razporejal v nizko tvegane naložbe, ki na dolgi rok praviloma omogočajo le ohranjanje realne vrednosti prihrankov, bi v istem obdobju privarčeval 36 tisoč evrov. Glede na to, da je tveganje realnih izgub pri dolgoročnem varčevanju v dobro razpršenem delniškem portfelju zelo majhno, ta razlika več kot upraviči naložbo prihrankov v delnice.

Recimo, da se vlagatelj iz našega primera po izteku varčevanja odloči za načrt periodičnega izplačevanja, ki mu omogoča pridobivanje mesečne rente (to možnost denimo omogočajo podskladi krovnega sklada NLB Skladi). **V primeru pričakovanega scenarija bo lahko 20 let po izteku varčevanja črpal mesečni znesek v višini 397,99 evra z današnjo kupno močjo** (torej prilagojeno za učinek inflacije), kar je povsem zgleden dodatek k pokojnini.

NLB Skladi – Varčevalni načrt +

V družbi NLB Skladi vam ponujamo možnost dolgoročnega postopnega varčevanja z NLB Skladi – Varčevalnim načrtom +, ki vam omogoča:

- **Enostavnost:** vplačila v varčevalni načrt so možna prek trajnega naloga (v primeru vplačil prek NLB se stroški plačilnega prometa ne zaračunajo).
- **Cenovno ugodnost:** varčevalni načrt omogoča stalni 50-odstotni popust pri vstopnih stroških.
- **Prilagodljivost:** k vplačevanju se ne zavežete. Vplačila lahko preprosto prilagajate svojim tekočim finančnim razmeram, finančnim ciljem in potrebam, sami pa lahko določite ali pa kadarkoli preprosto spremenite tudi ročnost varčevanja.
- **Preglednost:** celotno zgodovino transakcij lahko preprosto pregledujete v elektronski banki NLB Klik.

Prepričani smo, da ponujamo enega najkonkurenčnejših in tudi najkoristnejših dolgoročnih varčevalnih produktov na slovenskem trgu. **Vabimo vas, da se ogasite na enem več kot stotih pooblaščenih vpisnih mest Skupine NLB v Sloveniji, kjer vam bomo pri sprejemanju odločitev z veseljem pomagali s koristnim nasvetom.**

Panožno vlaganje: dejanska korist ali utvara?

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

Ciljno vlaganje v delnice iz posameznih gospodarskih panog (angl. sector investing) je kot empirično (šibko) utemeljen koncept prisoten nekaj več kot desetletje, na intuitivni ravni pa veliko dlje. Njegova ključna pomanjkljivost je v tem, da v nobenem trenutku ne vemo natančno, v kateri fazi poslovnega cikla smo, povezan pa je tudi s prevzemanjem dodatnega naložbenega tveganja. Je pa koristen pripomoček za vlagatelje, ki zaupajo svoji oceni poslovnega cikla in so z večanjem ali manjšanjem uteži posameznih gospodarskih panog v svojem portfelju pripravljene prevzeti več naložbenega tveganja, kot ga vsebuje dobro razpršen naložbeni portfelj.

Vlagatelji v delniške naložbe naj bi po finančni teoriji najboljše rezultate, merjene kot optimalno razmerje med donosnostjo in tveganjem, dosegli s portfeljem, ki je globalno razpršen med različne zemljepisne regije in gospodarske panoge (sektorje). V razmerah, kot so trenutne, ko se (zmotno!) zdi, da je globalna razpršitev naložb odpovedala, **vlagatelji ugibajo, ali obstajajo gospodarske panoge, ki tudi v obdobjih upočasnjene gospodarske rasti oziroma recesije prinašajo pozitivne**

donosnosti. V praksi se pogosto govori o defenzivnih panogah, kamor sodijo zlasti proizvodnja hrane, pijač in tobaka oziroma tobačnih izdelkov, javne storitve, obrambna industrija, farmacija, zdravstvo in v zadnjih letih telekomunikacije.

Kaj in kdaj se spleča?

Dokument, ki je skušal dati empirično veljavo panožnemu vlaganju (pogosto imenovanemu tudi sektorska rotacija), je leta 1995 izdala družba Standard & Poor's¹. Njegov avtor Sam Stovall je raziskoval donosnost naložb v različne ameriške gospodarske panoge po drugi svetovni vojni glede na različne stopnje poslovnega cikla. Na podlagi relativnih donosnosti v posameznih obdobjih poslovnega cikla je gospodarske panoge razvrstil glede na naložbeno privlačnost (pri čemer je bil upoštevan pogoj pozitivne donosnosti).

Opazimo lahko, da sta značilni obdobji, ko je bilo najdonosnejše nalagati v delnice (takrat je navedenih največ panožnih skupin), obdobje zrele ekspanzije in pozne recesije. To je precej pričakovano, saj v splošnem velja, da je v teh obdobjih

najbolj smiselno nalagati v delnice. Gre namreč za čas, ko rastejo dobički podjetij in običajno upadajo realne obrestne mere (zlasti zaradi naraščajoče inflacije). Zanimivo pa je, da je v kar nekaj navidezno defenzivnih panog, kjer naj bi bili izdatki podpoprečno povezani s poslovnim ciklom, smiselno nalagati v obdobju ekspanzije (na primer v obrambno panogo, proizvodnjo hrane, pijač, v tobačno industrijo, zdravstvo, farmacijo).

Ne glede na taktiko torej ključni izziv ostaja enak: faze poslovnega cikla je treba uspešno napovedovati.

Pa se tudi zares spleča?

Kritiki so hitro ugotovili dve pomembni pomanjkljivosti avtorjevega pristopa. Analiziral je zgolj donosnost delnic po panogah, ne pa tudi naložbenega tveganja, hkrati pa je bila analiza izdelana z naknadnim védenjem o fazi

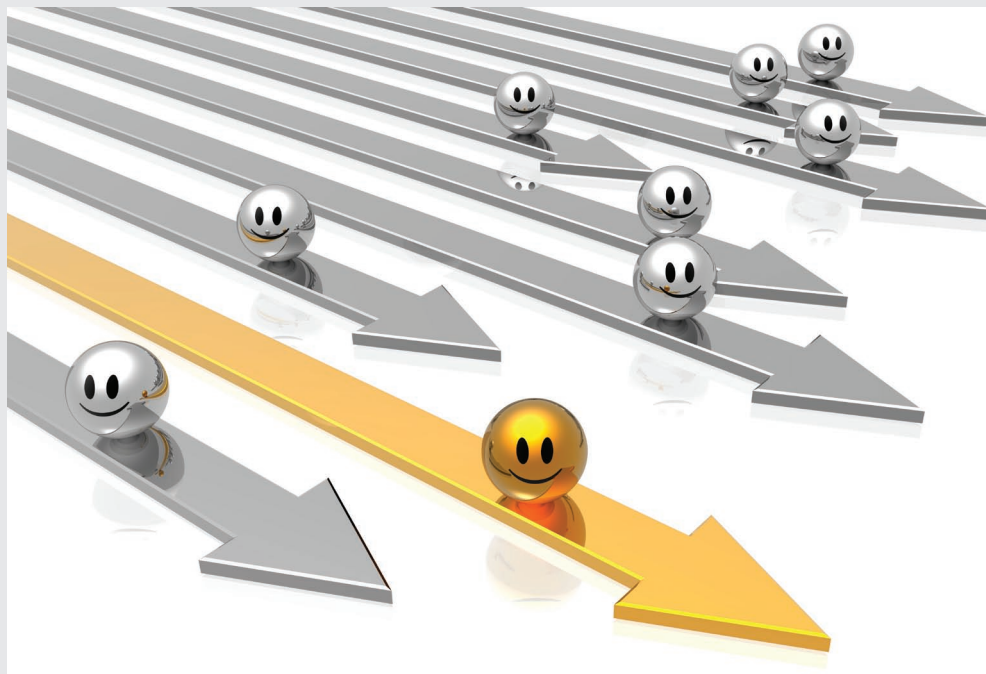
→ Tabela 1: Priporočljive naložbe v gospodarske panoge glede na minulo donosnost v posameznih fazah poslovnega cikla²

Ekspanzija			Recesija	
zgodnja	zrela	pozna	zgodnja	pozna
računalništvo	rudarstvo	hrana, pijače, tobak in tobačni izdelki	javne storitve	avtomobili
elektronika	jeklarstvo	zdravstvo	telekomunikacije	gradbeništvo
transport	kemija	farmacija		tekstil
	proizvodnja	energenti (nafta in plin)		turizem
	trajne investicijske dobrine			trgovina
	obramba			izdelki za osebno rabo
	poslovne storitve			storitve za prosti čas
	osebne storitve			založništvo
				bančništvo
				zavarovalništvo
				nepremičnine

Povzeto po – Sam Stovall: Standard & Poor's Guide to Sector Investing, 1995.

¹ Sam Stovall: Standard and Poor's Corporation: Standard & Poor's Guide to Sector Investing 1995. Založnik McGraw-Hill, 1995.

² Avtor je izračune pripravil za obdobje 1948–1993 v ZDA.



poslovnega cikla, ki v danem trenutku tržnim udeležencem ni bila znana. Zato je panožno investiranje kot koncept v akademskih krogih obveljalo za empirično in teoretično nepotrjen način vlaganja. **Po drugi strani je bilo v praksi sprejeto izrazito pozitivno, tudi zaradi intuitivno navidezno jasnega pristopa, ki ga je bilo mogoče enostavno tržiti.** Tako je že leta 2000 več kot dvajset odstotkov prilivov v ameriške vzajemne sklade šlo v panožne vzajemne sklade, ki so večinoma imeli zgodovino, krajšo kot pet let.³

Jeffrey Stangl, Ben Jacobsen in Nuttawat Visaltanachoti so leta 2008 ugotovili, da empirični podatki za več kot polovico panog več ne potrjujejo navedb iz Tabele 1.⁴ Tako bi računalniška panoga, denimo, nikakor ne smela biti uvrščena med naložbe, primerne za zgodnjo fazo ekspanzije, medtem ko je najuspešnejša panoga pozne recesije proizvodnja energentov (nafta in plina). V splošnem so rezultati pokazali, da je v obdobju zgodnje in zrele ekspanzije donosnejše, če sredstva nalagamo tržno razpršeno, kot da jih vlagamo v identificirane panoge.

Gledano v celoti je sicer panožna rotacija v povprečju prinesla dodatno letno donosnost v višini 2,5 odstotne točke, a zlasti na račun nalaganja v obdobjih recesije (zlasti v zgodnji fazi recesije, ko so naložbe izključno v javne storitve in telekomunikacije izgubile izrazito manj kot trg v celoti), ko so panoge, navedene v Tabeli 1, dosegle izrazito nadpovprečne donosnosti.

Pri tem pa so avtorji ugotovili tri ključne omejevalne dejavnike za doseganje omenjene presežne donosnosti:

- 1. Zavedanje o fazi poslovnega cikla:** študija je bila narejena na podlagi popolnega poznavanja faze poslovnega cikla za nazaj. Problem v praksi je, da kar nekaj mesecev ne pridobimo statističnih podatkov o konkretni fazi poslovnega cikla, pa še ti podatki so pogosto pozneje revidirani.
- 2. Dodatno naložbeno tveganje:** panožno vlaganje je bilo v posameznih obdobjih izrazito bolj tvegano kot tržno razpršeno vlaganje. Tako rekoč celotna izračunana presežna donosnost je bila ustvarjena ravno v fazi zgodnje recesije. Večino obdobja je bilo razmerje med donosnostjo in tveganjem slabše kot v primeru visoke razpršitve na vse gospodarske panoge.
- 3. Visoki transakcijski stroški:** v povprečju je strategija sektorske rotacije zahtevala več kot 160 odstotnih točk višji letni obrat premoženja (vsota prodaj in nakupov) od razpršenega nalaganja premoženja, kar vpliva tako na neposredne kot na posredne stroške vlaganja.

Kaj naj stori vlagatelj?

Avtorji so ne nazadnje ugotovili, da bi bilo za vlagatelje, ki bi se natančno zavedali, v kateri fazi poslovnega cikla smo, **veliko učinkovitejše, če**

bi pri nalaganju v delnice stopili še korak nazaj in bi se odločili po preprostem receptu, da se v zgodnji fazi recesije ne nalaga v delnice.

Tako bi bilo doseženo tveganje naložbene strategije manjše (4/5 časa zgolj splošno tržno tveganje, 1/5 časa netvegano – naložbe v denarju), dosežena donosnost približno enaka, transakcijski stroški pa za štiri petine nižji kot pri strategiji sektorske rotacije.

Ne glede na taktiko torej ključni izziv ostaja enak: faze poslovnega cikla je treba uspešno napovedovati. Žal dolgoletne izkušnje kažejo, da raznovrstni napovedovalci pri tem nimajo kaj dosti možnosti za uspeh. **Vlagatelj naj v vsakem primeru pazi na transakcijske stroške.** Obstaja tveganje, da bo z nakupom večjega števila panožno usmerjenih naložbenih produktov dejansko oblikoval portfelj, ki je zelo podoben tržnemu, a z višjimi transakcijskimi stroški.

Če menite, da smo v začetni fazi recesije, nalagajte v delnice iz panog telekomunikacij in javnih storitev, če pa menite, da smo v obdobju pozne recesije, pa skoraj ne morete zgrešiti pri odločitvi, kam vlagati.

³ Investment Company Institute, 2001: Investment Company Fact Book.

⁴ Stangl, Jeffrey, Jacobsen, Ben in Visaltanachoti, Nuttawat: Sector Rotation over Business-Cycles (March 1, 2008). Dostopen na: <http://ssrn.com/abstract=999100>.

Življenjsko zavarovanje in vzajemni sklad z eno potezo

Andreja Kandolf,
specialistka za razvoj storitev,
NLB Vita, d. d., Ljubljana

Življenjska zavarovanja so tudi v Sloveniji čedalje bolj razširjena. Poleg prednosti, predstavljenih v nadaljevanju, je bistveni dejavnik, ki prispeva k njihovi rasti, občutek odgovornosti. Za življenjsko zavarovanje se največkrat odločimo, ko so starši, partner ali otroci zelo odvisni od naših prihodkov in bi v primeru naše smrti njihovo življenje v finančnem smislu postalo težavno. V primeru doživetja pa si lahko na ta način tudi izboljšamo prihranke v poznejših letih svojega življenja.

Zakaj kombinacija z vzajemnimi skladi?

NLB Vita, življenjska zavarovalnica, d. d., Ljubljana, ponuja naložbena življenjska zavarovanja, vezana na vzajemne sklade družbe NLB Skladi v okviru zavarovalnih produktov NLB Naložba Vita Mega in NLB Vita Razigrana. Pri obeh produktih lahko ob sklenitvi življenjskega zavarovanja izbirate med 14 različnimi vzajemnimi

skladi družbe NLB Skladi. Široka paleta vzajemnih skladov stranki omogoča veliko izbiro naložbenih možnosti glede na njene potrebe in odnos do tveganja.

NLB Naložba Vita Mega se prilagaja posamezniku glede na njegove potrebe in življenjske razmere.

Ob sklenitvi zavarovanja ni treba določiti konca trajanja naložbenega življenjskega zavarovanja, stranka pa se sama odloči, ali bo večji del premije namenila za zavarovanje ali naložbo v vzajemne sklade družbe NLB Skladi.

Del, ki se razporedi v vzajemni sklad, je koristno dopolnilo zavarovanju, saj omogoča višjo pričakovano donosnost naložbe.

Zavarovalec ima na voljo tri oblike zavarovalnih kritij:

- osnovno življenjsko zavarovanje,
- dodatno nezgodno zavarovanje,
- dodatno zavarovanje za primer kritičnih bolezni (pri obročnem plačevanju premije).

Novost: štipendijsko življenjsko zavarovanje

NLB Vita Razigrana je štipendijsko življenjsko zavarovanje, namenjeno najmlajšim, ki ga starši oziroma skrbniki sklenejo v korist otrok.

Starši višino in vrsto premije določijo sami (najnižja mesečna premija je 35 evrov, najnižja enkratna premija pa 3.000 evrov). Ob sklenitvi življenjskega zavarovanja starši določijo tudi dobo varčevanja in dobo izplačevanja štipendije. Poleg naložbe v vzajemne sklade družbe NLB Skladi NLB Vita Razigrana za najbolj konservativne stranke ponuja še dodatno možnost zajamčenega donosa z možnostjo pripisa presežka kritnega sklada, ki je odvisen od uspešnosti naložbene politike zavarovalnice.

Ne glede na izbrano možnost plemenitenja sredstev **otroci nastopajo kot upravičenci in so hkrati tudi nezgodno zavarovani, starši oziroma skrbniki pa so v dobi varčevanja še življenjsko zavarovani.** V primeru smrti starša v dobi varčevanja je zavarovanje oproščeno nadaljnega plačevanja premije. Vrednost police se dopolni do višine dogovorjene zavarovalne vsote, ki je enaka vsoti neto vplačanih premij, otrok pa po končani dobi varčevanja prejema štipendijo. Tako lahko starši ali skrbniki poskrbijo za brezskrbno odraščanje otrok, njihovo finančno neodvisnost, izobrazbo in enostavnejši prehod v samostojnost.

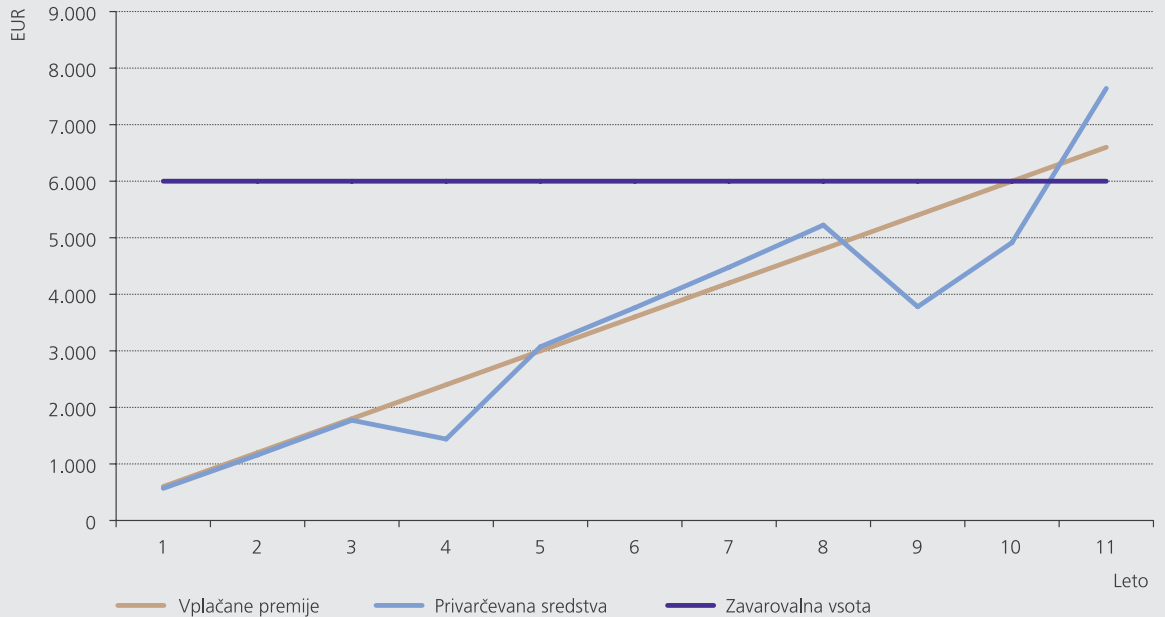
Obstoječe zavarovalno kritje NLB Vite Razigrane se lahko glede na način vplačevanja premije dopolni tudi z dodatnim življenjskim zavarovanjem zavarovanca, kjer se zavarovalna vsota ob nastanku zavarovalnega primera izplača v enkratnem znesku, ter z izbiro dodatnega nezgodnega zavarovanja zavarovanca za primer nezgodne smrti in popolne trajne invalidnosti kot posledice nezgode. **Sklenitelj zavarovanja lahko kadarkoli spremeni tudi datum začetka ter način izplačevanja štipendije.**

Jamstvo v primeru smrti

Bistvena prednost naložbenih življenjskih zavarovanj je poleg naložbene sestavine v zavarovalnem kritju. Zavarovalno kritje omogoča,



→ Ne glede na nihanje vrednosti privarčevanih sredstev upravičenec prejme izplačano dogovorjeno zavarovalno vsoto oziroma vrednost police, če je ta večja. V primeru enkratnega vplačila premije je izplačilo enako vsoti teh dveh zneskov.



da v primeru smrti zavarovane osebe upravičenec skladno s splošnimi pogoji prejme dogovorjeno izplačilo. Ne glede na vrednost police, ki je pri naložbenih življenjskih zavarovanjih odvisna od gibanja vrednosti enot premoženja skladov, pa **zavarovalnica jamči izplačilo dogovorjene zavarovalne vsote ob nastanku zavarovalnega primera.**

Zgornja slika kaže možen primer gibanja vrednosti police naložbenega življenjskega zavarovanja NLB Naložba Vita Mega z rednim plačilom premije. **Ne glede na nihanje vrednosti privarčevanih sredstev upravičenec prejme izplačano dogovorjeno zavarovalno vsoto oziroma vrednost police, če je ta večja.** V primeru enkratnega vplačila premije je izplačilo enako vsoti teh dveh zneskov.

izteku desetih let ni treba plačati dohodnine (pod pogojem, da je ves čas trajanja zavarovalne pogodbe sklenitelj zavarovanja tudi upravičenec do izplačila zavarovalne vsote). Po trenutni davčni zakonodaji se po izteku omenjene dobe ne obračuna niti davek na zavarovalne posle, pri prenosu sredstev med različnimi vzajemnimi skladi na polici, ki so v okviru istega naložbenega življenjskega zavarovanja, pa prav tako ni nobenih davčnih obremenitev.

Tudi likvidnost sredstev je ves čas trajanja zavarovanja zagotovljena. **To pomeni, da se vložena sredstva lahko kadarkoli odkupijo** (kar sicer z davčnega vidika ni najustreznejša odločitev). Če zavarovanec finančna sredstva nujno potrebuje, lahko pri NLB Naložbi Vita Mega pod določenimi pogoji izbere tudi delni odkup, kjer vsa dogovorjena kritja ostanejo nespremenjena. V času zavarovanja se lahko spreminja tudi višina zavarovalne vsote in/ali zavarovalne premije. Če plačevanje obročne premije povzroča preveliko finančno breme, pa obstaja tudi možnost mirovanja plačevanja premije, kapitalizacije zavarovanja in odloženega odkupa.

Zakaj kombinacija z vzajemnimi skladi družbe NLB Skladi?

Družba NLB Skladi je eden vodilnih upravljavcev vzajemnih skladov na slovenskem trgu, ki ponuja strokovno upravljanje premoženja in visoko

stopnjo razpršitev naložb z velikim poudarkom na nadzoru tveganj. **Kombinacija vzajemnih skladov družbe NLB Skladi je primerna za različne profile vlagateljev in omogoča višjo pričakovano donosnost, kot jo ponujajo nizko tvegane naložbe.** Uravnavanje naložbenih tveganj temelji na preprosti in razumljivi naložbeni politiki raznolikih vzajemnih skladov.

Glede na to, da gre za dolgoročno naložbo, minuli pozitivni ali negativni donosi ne smejo imeti pomembnejšega vpliva na tekoče naložbene odločitve. Tudi v zahtevnih gospodarskih razmerah je pri naložbi prihrankov koristno pomisliti, da za vsakim dežjem posije sonce.

Takojšnja socialno (finančna) varnost

NLB Vita že takoj naslednji dan po sklenitvi naložbenega življenjskega zavarovanja v primeru smrti zavarovanca omogoča takojšnjo socialno (finančno) varnost. 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 na voljo na spletni strani NLB Vite, www.nlbvita.si, kjer lahko najdete tudi splošne pogoje in dodatke k splošnim pogojem.

Naložbeno življenjsko zavarovanje ponuja davčne ugodnosti, saj po izteku desetih let ni treba plačati dohodnine.

Davčne prednosti, likvidnost in prilagodljivost

Naložbeno življenjsko zavarovanje ponuja davčne ugodnosti, saj po

1 Modra številka 080 22 86 – do naložbe z nasvetom

V poplavi informacij, ob vse večji množici različnih naložbenih možnosti in hitrem tempu, ki ga narekuje sodobno življenje, je čedalje koristnejše pridobiti **naložbeni nasvet**, preden se odločite, kam naložiti svoje prihranke.

Zato smo v družbi NLB Skladi uvedli brezplačno modro številko 080 22 86, prek katere se lahko **dogovorite za čas in kraj posveta z usposobljenim svetovalcem** na več deset različnih lokacijah v Sloveniji.

Glavne prednosti

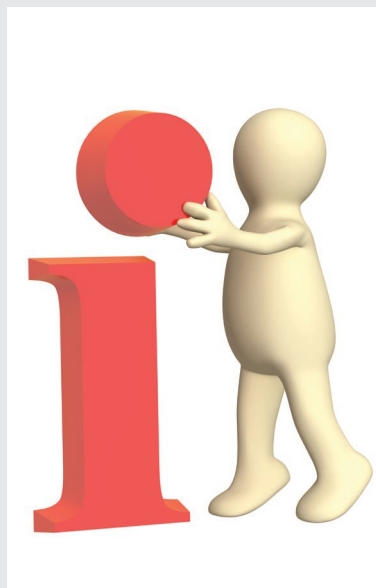
- **Celovita obravnava:** pomagamo vam pri izbiri za vas najustreznejše naložbene kombinacije.
- **Dostopnost:** dogovorite se lahko za kraj in čas posveta, ki vam najbolj ustrežata.
- **Strokovnost:** ponujamo posvet z usposobljenimi svetovalci.

2 Naročite se na naše strokovne publikacije

Družba NLB Skladi vlagateljem ponuja strokovne publikacije, s katerimi želi povečati njihovo obveščenost in izboljšati njihovo znanje ter jim tako pomagati pri sprejemanju ustreznih naložbenih odločitev.

Analitski pregled NLB Skladi

Analitski pregled NLB Skladi obravnava naložbe in dogodke na finančnih trgih na bolj poglobljen način, ki pa je še



vedno razumljiv širšemu krogu bralcev. Kako so se gibale ključne panožne skupine v letu 2008 ter kakšna so naša pričakovanja za leto 2009? To in druge zanimive teme si preberite v 9. številki analitskega pregleda.

NLB Skladi – Strategiji v zadregi

NLB Skladi – Strategiji v zadregi je publikacija, v kateri avtorja Robert Kleindienst, predsednik uprave, in Krno Abramovič, član uprave družbe NLB Skladi, d. o. o., podajata osebni pogled na borzne dogodke in opozarjata na zanimivosti s tem v zvezi. Naslov publikacije razkriva zadrego vseh borznih strategov. Borzne

dogodke (še posebej kratkoročne) je namreč težko napovedati z zadostno mero zanesljivosti. Kljub temu je na borzi vredno poskusiti tudi z aktivnimi odločitvami, vendar pa naj pri tem vlagatelj ne odstopa od meja tolerance, ki jih opredeljuje njegova naložbena strategija.

Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi

V biltenu Naložbeni pregled NLB Skladi, ki ga ravno prebirate, vlagateljem podajamo ključne informacije in predvsem znanja, ki so pomembna pri nalaganju prihrankov v vzajemne sklade.

NLB Skladi – Borze v preteklem tednu

Publikacija NLB Skladi – Borze v preteklem tednu jedrnatopisuje ključne dogodke na kapitalskih trgih, ki so se zgodili prejšnji teden.

Na publikacije v elektronski obliki se vlagatelji v vzajemne sklade NLB Skladi lahko naročite po elektronski pošti, na naslov narocila@nlbskladi.si. V naslov e-pisma vpišite ime publikacije, v telo pisma pa **ime in priimek ter številko pristopne izjave** za enega od vzajemnih skladov oziroma podskladov NLB Skladi, h kateremu ste pristopili, širši javnosti pa so dostopne tudi na spletnih straneh www.nlbskladi.si.

Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi

Letnik 4, številka 9, maj 2009

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

Urednik: **mag. Robert Kleindienst**

Namestnik: **mag. Krno Abramovič**

Uredniški odbor: **Žiga Bernik, Bachtiar Djalil, Alenka Rozman, Nataša Tomc Jovovič**

Grafična priprava: **NLB d.d.**

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

Naklada: **110.000 izvodov**

Tisk: **Bograf tiskarna d.o.o.**

ISSN **1854-6757**

Brezplačni izvod, maj 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.