

# Naložbeni pregled NLB Skladi

NLB d.d. številka 12/2010 junij 2010



**Finančne krize predvsem  
ustvarjajo priložnosti**

## ..... kazalo

### 2 So krize priložnost ali grožnja našim prihrankom?

Ekonomska politika mora biti usmerjena zlasti v hitro lajšanje posledic finančnih kriz.

### 3 Pridih Azije v vašem finančnem premoženju

Vpliv azijskih gospodarstev se v svetovnem merilu povečuje. Po pričakovanjih bodo v 21. stoletju prispevala k pomembnemu delu gospodarske aktivnosti in dosegala nadpovprečne stopnje gospodarske rasti.

### 4 Državni dolg – je problem?

Prišlo je do situacije, ko je postalo jasno, da članica Evropske monetarne unije, Grčija, brez zunanje pomoči ni sposobna poravnati svojih obveznosti.

### 6 Intervju z Aswathom Damodaranom: Vse krize se enkrat končajo

### 8 Bo nafte zmanjkalo?

Nič presenetljivega ni, da njena cena pomembno vpliva na odločitve ključnih ekonomskih akterjev, tako podjetij in držav kot tudi gospodinjstev.

### 10 Kdaj kupiti naložbeno zavarovanje namesto vzajemnega sklada?

Življenjsko zavarovanje je eden od starejših finančnih produktov, saj obstaja že stoletja. To je bil tisti produkt, ki je lahko rešil težave »vdov in sirot« v času, ko so bili lahko zaposleni skoraj izključno moški.

### 12 Zakaj ravno NLB Skladi?

Ponudba vzajemnih skladov na slovenskem trgu je velika, zakaj torej svoje prihranke zaupati ravno družbi NLB Skladi?



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

# So krize priložnost ali grožnja našim prihrankom?

**Na prvo žogo je odgovor precej jasen – saj vemo, kaj se je zgodilo z vrednostjo naložb na borzah leta 2001 ali 2008. Krize so slabe za vse, ekonomska politika mora biti usmerjena zlasti v preprečevanje gospodarskih kriz in hitro lajšanje njihovih posledic.**

Vendar je to zgolj mnenje »na prvo žogo«. Krize so namreč lahko tudi koristne. Po hipotezi, ki jo je razvil najbolj znani teoretik finančnih kriz, Hyman Minsky, so krize neločljivo povezane s kapitalistično družbeno ureditvijo. Mehanizem nastanka kriz je razložil z naraščanjem optimizma v času, ko krize ne pričakuje nihče in se podjetniki čedalje bolj smelo zadolžujejo za nove projekte. Ravno tako ravnanje, torej nekritično zaupanje v nadaljevanje trenutnih trendov gospodarske rasti in splošni optimizem omogočita nastanek krize ter poglobita neučinkovito investiranje, za v neki točki postane preveliko breme za zadolžena podjetja – nastopi gospodarska kriza. Ko se kriza že začne, poskušajo nosilci ekonomske politike s stimulativnimi ukrepi lajšati posledice krize.

Tu se opis mehanizma finančnih kriz jasno dotakne principa »kreativne destrukcije«, ki ga je kot enega ključnih mehanizmov kapitalizma opisal Joseph Schumpeter. Kapitalizem deluje zato,

ker stare, manj učinkovite delovne procese nadomestijo novi, učinkovitejši, iz posledične rasti produktivnosti pa nastane rast blaginje. Kot omenja v intervjuju Aswath Damodaran, danes eden vodilnih teoretikov vrednotenja podjetij in posledično delnic, so tako borzni baloni kot finančne krize zdravi – krize namreč omogočajo prekinitev neučinkovitega alociranja resursov pred krizo in s tem postavijo temelje za rast v prihodnje.

Finančne in gospodarske krize imajo seveda negativne kratkoročne učinke: za večino kapitalistov pomenijo izgubo dela kapitala, za zaposlene v podjetjih in panogah, podvrženih destruktivnemu delu »kreativne destrukcije«, pomeni naravni proces kapitalizma precejšen šok, zlasti če ne morejo hitro dobiti druge zaposlitve, za državo pa pomenijo dokaz nezadostne aktivnosti in vzpodbudo za nadaljnje ubadanje z lajšanjem posledic gospodarske krize.

Po drugi strani pa finančne krize predvsem ustvarjajo priložnosti za podjetja, ki na račun propada neučinkovitih konkurentov pridobivajo tržne deleže, za zaposlene v panogah, ki jim uspe tehnološki preboj, za vlagatelje pa možnost, da lahko pričakujejo nadpovprečne donosnosti na svoj vloženi kapital. Slednje se je pokazalo v večini zgodovinsko dokumentiranih finančnih kriz, tudi v zadnji, iz katere je svet izšel v letu 2009.

Za vlagatelje je danes pravo vprašanje zlasti to, ali je nedavna kriza dovolj globoko razrezala v strukturo narodnih gospodarstev ali pa se je le začasno pritajila, oziroma drugače povedano: se bo ponovil scenarij iz osemdesetih let prejšnjega stoletja po drugi naftni krizi, ko je prišlo do ene izmed

»zlatih er« za investitorje v delnice in obveznice, ali pa bo scenarij podobnejši tistemu pred slabim desetletjem, ko so bile posledice finančne krize večinoma odpravljene s splošnim znižanjem obrestnih mer, kar je bilo kratkoročno sicer koristno za lastnike vrednostnih papirjev, a ni odpravilo strukturnih neskladij v narodnih gospodarstvih.

Danes je to težko oceniti, skoraj zagotovo pa smo nekje vmes – stopnja brezposelnosti, ki posredno meri stopnjo kreativne destrukcije, je porasla močnejše in hitreje kot v zadnji krizi, tudi mnoge države so ali bodo kmalu primorane drastično zniževati državno trošenje in transferje, kar spominja na osemdeseta leta. Po drugi strani pa sta nadaljevanje politike zelo nizkih obrestnih mer in močno vmešavanje države v delovanje finančnih trgov skoraj po učbeniku le orodje za lajšanje posledic krize.

Če ob koncu le povzamem mnenje enega vodilnih zgodovinarjev finančnih kriz, Charlesa P. Kindlebergerja, so krize pogosto posledica velikih inovacij, denimo izuma delnice kot naložbe pred tremi stoletji ali pa razvoja interneta pred dobrim desetletjem, in pretirane alokacije resursov v te inovacije. V krizi je sicer veliko premoženja vlagateljev uničenega, vendar razvoj novih tehnologij pozneje omogoča hitrejšo stopnjo gospodarskega razvoja. Kot so internet in optični kabli pod morjem pomenili osnovo za visoko gospodarsko rast v prejšnjem desetletju, četudi so bile naložbe v podjetja iz te panoge katastrofalne za mnoge vlagatelje, utegnejo tudi finančne inovacije, ki so zaznamovale zadnjo krizo, omogočiti boljše delovanje finančnih trgov v prihodnosti in s tem višjo gospodarsko rast.

## Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada opravljata na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB), in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o krovnem skladu oziroma posameznih podskladih so vsebovani v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in v izvlečkih prospekta podskladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja morajo družba NLB Skladi oziroma drugi osebi, ki sta pooblaščenici za trženje in prodajo investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta podsklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja ter zadnja objavljena revidirano letno poročilo in polletno poročilo krovnega sklada ter druga gradiva, podatki in informacije o krovnem skladu oziroma podskladih 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 NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si). Družba NLB Skladi objavlja podatke o gibanju vrednosti enote premoženja posameznega podsklada vsak delovni dan v časniku Finance in na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si). Zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov v prihodnosti. Donosnost naložbe v posamezni podsklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalistih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov podsklada ter uspešnosti družbe NLB Skladi pri upravljanju premoženja podsklada. 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 podsklada. Podatki o naravi tveganosti posameznega podsklada so navedeni v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja. Najvišji vstopni stroški podskladov NLB Skladi – Azija delniški, NLB Skladi – Dinamični delniški, NLB Skladi – Evropski delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Naravni viri delniški, NLB Skladi – Slovenski delniški, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podskladov NLB Skladi – Kombinirani globalni in NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 2,25 % vrednosti investicijskega kupona ter podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR 1,50 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški podskladov NLB Skladi – Azija delniški, NLB Skladi – Dinamični delniški, NLB Skladi – Evropski delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Kombinirani globalni, NLB Skladi – Naravni viri delniški, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi, NLB Skladi – Slovenski delniški, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški in NLB Skladi – Zahodni Balkan 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.

Vzajemni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada 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 katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti niso javna ponudba vrednostnih papirjev, ampak gre le za podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družbi NLB Skladi in NLB 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 posamezni podskladi krovnega sklada NLB Skladi. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalistih 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, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalistih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

# Pridih Azije v vašem finančnem premoženju



Saša Dragonja,  
analitičarka,  
NLB Skladi, d. o. o.

**Vpliv azijskih gospodarstev se v svetovnem merilu povečuje. Po pričakovanjih bodo v 21. stoletju prispevala k pomembnemu delu gospodarske aktivnosti in dosegala nadpovprečne stopnje gospodarske rasti. Če želite svoje finančno premoženje oplemenititi s ščepcem dobro razpršenih azijskih delnic, je lahko naložba v podsklad NLB Skladi – Azija delniški prava odločitev.**

Azija – celina, velika za štiri Evrope – daje življenjski prostor več kot polovici svetovnega prebivalstva. Lahko rečemo, da gre za celino skrajnosti<sup>1</sup>, na kateri je Južna Koreja, ki je že na zavidljivi stopnji gospodarskega razvoja, hkrati pa je del

**Pomembno je poudariti, da je gospodarska rast v Aziji močno odvisna od svetovne trgovine, zato so nadpovprečno pomembna tudi globalna valutna in politična tveganja.**

te celine tudi Bangladeš, najrevnejša velika država na svetu. Posamezne azijske države po BDP-ju že od devetdesetih let s polno paro dohitevajo države razvitega sveta in tudi v prihodnosti

obetajo izrazito hiter razvoj ter visoko gospodarsko rast. Dvig ravni BDP-ja je azijskim prebivalcem omogočil višji življenjski standard in s tem rast kupne moči. Največje prednosti držav azijske regije so potencial za rast potrošništva, hitra rast produktivnosti, velik domači trg in nadaljnja rast mednarodne menjave. Naložbene priložnosti v tej regiji so povezane še z možnimi prevzemi podjetij in z nadaljnimi privatizacijami podjetij v državni lasti.

## Primerno zame?

Ob tem velja poudariti, da so naložbe v azijske delnice primerne predvsem za vlagatelje, ki so pripravljeni sprejeti nadpovprečno naložbeno tveganje, da bi dosegli nadpovprečne pričakovane donosnosti. Najvidnejša tveganja, povezana z azijsko regijo, so predvsem trenja med političnimi in etničnimi skupinami, reforme državnih uprav in drugih institucij, vprašljiva zaščita interesov malih delničarjev ter velik vpliv držav, tako neposredno, kot tudi prek paradržavnih skladov. Poleg tega gre v večini držav za manj likvidne kapitalske trge, na katerih je nestanovitnost cen vrednostnih papirjev nadpovprečno visoka. Cene delnic so v precejšnji meri že oblikovane na osnovi pričakovanj glede prihodnjega gospodarskega razvoja regije. Ne nazadnje je pomembno poudariti še to, da je gospodarska rast v Aziji močno odvisna od svetovne trgovine, zato so nadpovprečno pomembna tudi globalna valutna in politična tveganja.

Po zadnji gospodarski krizi so se sicer pričakovanja o hitri gospodarski

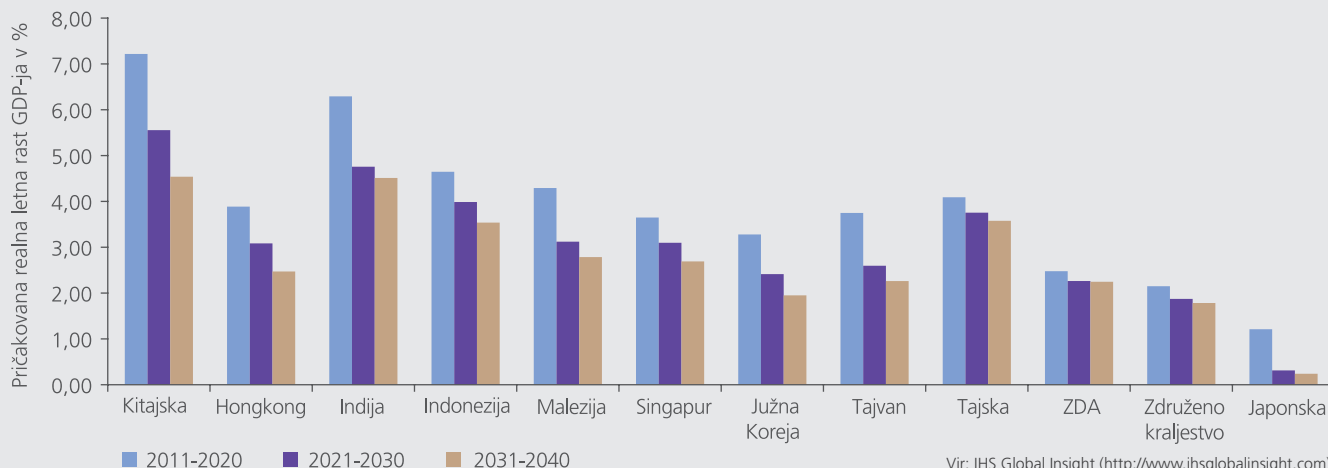


rasti nekoliko znižala, saj sta tudi v tej regiji upadla kreditna aktivnost in potrošniško zaupanje. Kljub krizi je kmalu postalo jasno, da ima azijska regija zadosten potencial za hitro okrevanje, k čemur so pripomogli predvsem tokovi tujega kapitala, povečanje globalnega povpraševanja, državni stimulacijski paketi in robustno domače povpraševanje.

Podsklad NLB Skladi – Azija delniški predstavlja preprosto in cenovno ugodno rešitev za vse vlagatelje, ki verjamejo v nadaljevanje azijske zgodbe o uspehu in želijo globalno sestavo premoženja nagniti v smer azijskih kapitalskih trgov.

<sup>1</sup> Azijo v tem prispevku razumemo na enak način kot mednarodni vlagatelji, torej kot geografsko celino brez Japonske in držav Bližnjega ter Srednjega Vzhoda.

## ➔ Slika 1: Pričakovana realna letna rast BDP-ja v %



Vir: IHS Global Insight (<http://www.ihsglobalinsight.com>).

# Državni dolg – je problem?



**Marko Bombač**,  
upravitelj premoženja,  
NLB Skladi, d.o.o.

**Zadnja finančna kriza je končala obdobje treh desetletij, ko se državni dolg v razvitih državah ni zdel problematičen, sedaj pa je prišlo do situacije, ko je postalo jasno, da članica Evropske monetarne unije, Grčija, brez zunanje pomoči ni sposobna poravnati svojih obveznosti.**

Zadolženost držav po svetu naj bi po napovedih OECD-ja do leta 2011 presegla 100 % BDP-ja (prednjači Japonska, ki ima več kot 200 % stopnjo zadolženosti), tolikšne stopnje zadolženosti pa države niso kazale že od druge svetovne vojne (BIS, 2010, str. 1). V objavljeni dolg držav niso vključene prihodnje projekcije obveznosti iz naslova pokojnin in stroškov zdravstva, ki zaradi starajočega se prebivalstva predstavljajo veliko potencialno breme za državno blagajno. Zadolženost držav tako skoraj čez noč postaja tudi eno najpomembnejših akutnih tveganj za vlagatelje na kapitalskih trgih.

## Vpliv zadnje finančne krize in zgodovinska zadolženost

Že pred samo recesijo visoka zadolženost držav po svetu se je v zadnji krizi še povečala (slika 1). Zadolženost držav naj bi se tako glede na leto 2007 do leta 2011 izjemno povečala, kar je podobno kot v preteklih krizah (Reinhart, Rogoff, 2009, str. 9). Kljub visoki trenutni zadolženosti držav so bile države v preteklosti že bolj zadolžene; po koncu druge svetovne vojne je tako dolg ZDA znašal približno 120 % BDP-ja, dolg Velike Britanije pa celo več kot 200 % BDP-ja. Vendar

pa zadolženost v obdobju nizkega proračunskega primanjkljaja, padajočih nominalnih obrestnih mer in visoke pozitivne gospodarske rasti ni bila posebej problematična. Danes imamo skoraj zrcalno drugačno stanje, in sicer visok proračunski primanjkljaj in nizko napovedano stopnjo gospodarske rasti. Ob zgodovinsko nizkih obrestnih merah tudi ni veliko prostora za njihovo dodatno nižanje, da bi se spodbudila gospodarska rast.

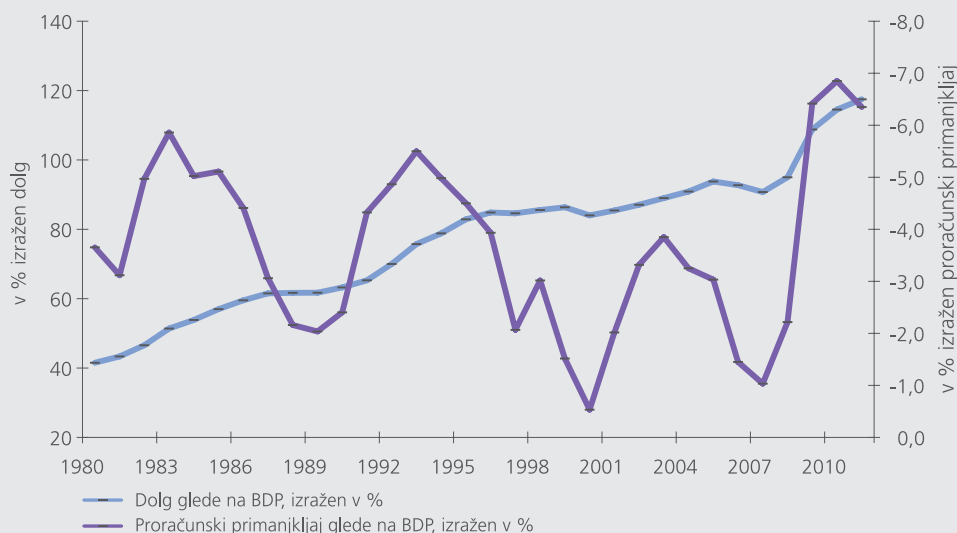
## Vzroki za rast zadolženosti

Rast zadolženosti glede na BDP sovпада z zgodovinskim upadanjem obrestnih mer po letu 1980, kar je državam omogočilo večanje izdatkov in s tem javnega dolga, saj je ob nižjih obrestnih merah strošek tekočega odplačevanja postal obvladljiv tudi pri povečevanju dolga. Ključni dejavnik nižanja obrestnih mer je bila umiritev stopnje inflacije po naftnih krizah.

Države so postale tudi veliko dejavnejše pri poskusih stabilizacije svojega gospodarstva, tako z monetarno kot s fiskalno politiko. Zlasti fiskalna politika je pomembno pripomogla k eksplozivni rasti proračunskih primanjkljajev v zadnjih letih, saj so državni izdatki ob nižjih pobranih davkih ostali nespremenjeni oziroma so se celo povečali. Skladno s keynesijsko paradigmo so mnoge države celo večale trošenje, saj so ohranile delovnih mest, subvencioniranje nakupov avtomobilov in nepremičnin ter razne subvencije in garancije politično primerno orodje zlasti pred volitvami.



→ **Slika 1: Zadolženost\* in proračunski primanjkljaj\*\* glede na BDP**



\* Povprečje naslednjih držav: ZDA, Kanada, Nemčija, Francija, Italija in Japonska.

\*\* Do leta 1990 velja povprečje za ZDA, Japonsko in Kanado, po letu 1990 pa tudi za Nemčijo, Italijo in Francijo.

Vir: IMF, OECD, Eurostat, Bloomberg.

**Zadolženost držav tako skoraj  
čez noč postaja tudi eno  
najpomembnejših akutnih tveganj  
za vlagatelje na kapitalskih trgih.**

**Posledice zadolženosti**

Rast obrestnih mer kot posledica bodisi višje inflacije bodisi višje premije za tveganje čedalje bolj zadolženih držav utegne imeti hude posledice na vzdržnosti višine dolga, zato mora večina razvitih držav svoj dolg v naslednjih letih zmanjšati. Negativen vpliv visokega državnega dolga na gospodarsko rast potrjujejo tudi analize, ki kažejo, da je gospodarska rast razvitih držav pri več kot 90 % stopnji zadolženosti v povprečju za približno 1,5 odstotne točke nižja kot sicer (Reinhart, Rogoff, 2010, str. 2). Poleg manjšega državnega trošenja so eden izmed načinov za zniževanje dolga višji davki, ki pa precej zmanjšujejo učinkovitost razporejanja resursov v gospodarstvu in s tem zavirajo gospodarsko rast. Politično najsprejemljivejši način je visoka gospodarska rast *per se*, ki pa ni pričakovana.

Kaj to pomeni za naložbe v vrednostne papirje? Raziskave OECD kažejo, da imajo v povprečju države z višjo zadolženostjo dodatne pribitke na dolgoročne obveznice v primerjavi z manj zadolženimi državami, kar implicitno kaže na to, da se vlagatelji zavedajo večjega tveganja bolj zadolženih subjektov, ki je lahko v obliki neplačila dolgov ali zmanjšanja realne vrednosti dolga zaradi višje inflacije. Investitorji, zaskrbljeni nad trenutno situacijo, se lahko pred neplačilom dolgov zavarujejo z nakupom finančnih instrumentov – zavarovanj. Na podlagi cene tovrstnega instrumenta lahko izračunamo tudi implicitno verjetnost neplačila dolga, ki je za posamezne države prikazana v tabeli 1.

**Je zadolženo nujno tudi tvegano?**

Zadolženost ni edini dejavnik, ki vpliva na tveganje glede zmožnosti poplačila dolgov. Tako naložba v japonski dolg ni tako tvegana, kot bi glede na stopnjo zadolženosti lahko sklepali. Japonska ima namreč večino dolga izdanega v lastni valuti. Depreciacija jena, ki lahko omogoči hitrejšo gospodarsko rast, tako ne vpliva na povečanje stopnje zadolženosti. Mehanizem lastne centralne banke ob težavah v skrajnem primeru omogoča inflacijsko razvrednotenje dolga, kar pa ni verjetno, saj so lastniki japonskega dolga večinoma domači vlagatelji. Ravno nasprotno velja za Grčijo, ki svojih težav s konkurenčnostjo zaradi skupne valute ne more rešiti z depreciacijo svoje valute. S tem bi namreč Grčija na mehek način znižala ceno delovne sile ter povečala konkurenčnost izvoznikov in privlačnost turizma, kar bi zaradi višje gospodarske rasti lahko vplivalo na znižanje stopnje zadolženosti. Poleg tega skupna Evropska centralna banka onemogoča inflacijsko razvrednotenje dolga, kljub temu da so lastniki grškega dolga v največjem deležu tuji vlagatelji in bi v preteklih časih do tega verjetno prišlo. Edina rešitev poleg razglasitve nezmožnosti vračila dolga je sprememba dogme vodenja države, ki bo nekaj let ali celo desetletij usmerjena k proračunskim presežkom ob zaželeni pozitivni gospodarski rasti.

Javni dolg seveda nima samo negativnih posledic. Tako lahko zmerno zadolževanje za investicije prispeva k višji gospodarski rasti, vlagatelji pa imajo v državnih obveznicah dodatno naložbeno kategorijo. Zadolževanje, ki je pozitivno vplivalo na blagostanje vseh v zadnjih treh desetletjih, je posebno v zadnjih letih postalo pretirano in mora spet temeljiti na zdravih temeljih. Tako je zadolževanje držav smiselno za investicije v ekonomsko smotrne projekte, ne pa za nekritično porabo, spodbujeno z nizkimi obrestnimi merami!

Viri:

1. BIS Working papers: The future of public debt: prospects and implications, 2010.
2. Moody's: Sovereign default and recovery rates, 1983–2007, 2008.
3. OECD – povzeto iz BIS Working papers: The future of public debt: prospects and implications, 2010.
4. Reinhart, Rogoff: Growth in a time of debt, 2010.
5. Reinhart, Rogoff: The aftermath of financial crises, 2009.

**Zadolženost držav utegne imeti hude posledice na vzdržnosti višine dolga, zato mora večina razvitih držav svoj dolg v naslednjih letih zmanjšati.**

→ **Tabela 1: Verjetnost neplačila\* posameznih držav v naslednjih petih letih**

Verjetnost neplačila v naslednjih petih letih	Posamezne države
med 0 % in 10 %	ZDA, Japonska, Nemčija, Francija, Avstrija, Kitajska, Norveška
med 10 % in 20 %	Velika Britanija, Italija, Španija, Mehika, Turčija
med 20 % in 50 %	Irska, Portugalska, Madžarska, Islandija, Bolgarija
višja od 50 %	Grčija, Venezuela

\* Upoštevana je 54 % stopnja vračila dolga v primeru neplačila, ki izhaja iz Moody'sove ocenjene stopnje vračila držav v obdobju od leta 1983 do 2007.  
Viri: Bloomberg, lastni izračuni.

# Vse krize se enkrat končajo

Avtor: Primož Inkret, MBA  
Foto: Barbara Jakše Jeršič

**Dr. Aswath Damodaran, svetovno priznani profesor poslovnih financ na Univerzi New York, pravi, da so v poslovnih financah v grobem pomembne tri glavne stvari: najprej vprašanje financiranja poslovnih odločitev, drugo je njihovo vrednotenje oziroma analize, kako se bodo odločitve odražale na vrednosti podjetja, tretje pa je upravljanje portfelja. O vsem tem je dr. Damodaran napisal že vrsto uspešnih knjig in je zagotovo eden od najbolj branih avtorjev na področju poslovnih financ.**

**Kakšno je vaše mnenje o trenutni krizi: je finančna, globalna ...?**

**Zakaj vse krize najprej opazimo v finančnem sektorju in kaj lahko naredimo, da se to ne bi ponovilo?**

Drugače kot večina kolegov mislim, da so finančni baloni in krize del človekovega bivanja in so pravzaprav zdravi. Pretresejo status quo in nas prisilijo, da znova premislimo o svojih prepričanjih. Vse pomembne stopnice napredka človeštva so posledice kriz. Zato ne bi rad ugibal o načinih, kako se bo to ponovilo.

**Toda cikli kriz so, kot kaže, v zadnjih nekaj letih vse krajši. Lahko to potrdite?**

Da. So krajši in pogostejši.

**Kdaj lahko znova pričakujemo, da nas bo prizadela kriza?**

Bistvo krize je, da se pojavi, ko jo najmanj pričakuješ. Če bi lahko predvideli krize, bi se lahko pripravili nanje in jih celo zaobšli.

**Drugače kot večina kolegov mislim, da so finančni baloni in krize del človekovega bivanja in so pravzaprav zdravi.**

**Nekateri pravijo, da je za uspešen izhod iz krize potreben nekakšen prelomni dogodek: mogoče je ekologija novi trend ekonomije, ali novi trgi. Kakšno je vaše mnenje o tem?**

Prelomni dogodki niso potrebni. Treba je samo preživeti krizo. Vse krize se enkrat končajo, nihče pa ne ve, zakaj ali kako.



**Dr. Aswath Damodaran**, profesor poslovnih financ, Stern School of Business, Univerza New York

**Ste optimist ali pesimist?**

Vsekakor optimist.

**Ocena stanja: so delnice poceni ali drage?**

Nekatera podjetja so poceni, druga so draga. Ne ukvarjam se s časovno izbiro prodaje in se ne opredeljujem do tega, ali so paketi poceni ali dragi.

**Strah pred inflacijo: ali so delnice še vedno dober ščit pred inflacijo?**

Delnice (kapital) nikoli niso bile dober ščit pred inflacijo. Pravzaprav nobeno finančno premoženje ni dober ščit pred inflacijo. Če mislite, da prihaja inflacija, vlagajte v stvarno premoženje.

**Pod pojmom stvarno premoženje mislite nepremičnine? Toda tudi cene nepremičnin so strmoglavo padle in nihče ne ve, kdaj se bodo spet okrepile.**

Stvarno premoženje vključuje zlato in drugo vredno blago. Vprašanje je bilo o

inflaciji. Zadnji borzni padec ni imel nič opraviti z inflacijo.

**Ali torej mislite, da so zlato in druge naložbe dobra alternativa ter se lahko uporabijo kot inflacijski ščit?**

Lahko kupite obveznice, katerih indeks je usklajen z inflacijo, ali vrednostne papirje, ki so prilagojeni inflaciji.

**Kam predlagate, da naj ljudje v današnjih turbulentnih časih investirajo svoje prihranke?**

Ni samo enega odgovora. Odvisno je od tega, koliko tveganja si pripravljen prevzeti. Npr. če si star 65 let in potrebuješ bolj varno vlaganje, potem so boljše naložbe z nekaj manj tveganja, mogoče obveznice. Če pa si mlad in si pripravljen tvegati s padci in rastmi, potem se splača vlagati v bolj tvegane naložbe. Vedno je treba razmisliti o tveganju.

**Na vaši spletni strani lahko najdemo prezentacijo o vrednotenju in kapitalski strukturi Krke. Na kakšni osnovi ste jo pripravili in kdo vas je spodbudil?**

Prezentacija je nastala ob predpostavki, da vsako podjetje želi najti najcenejši način za povečanje sredstev za poslovanje. Pogledal sem kombinacijo dolžniškega in lastniškega kapitala, ki bi čim bolj zmanjšala stroške kapitala za Krko. Zakaj Krka? Po pravici povedano sem to podjetje izbral naključno, ko sem pripravljaj prezentacijo za seminar v Sloveniji in vanjo želel vključiti tudi eno Slovensko podjetje.

**Grške težave in ocena vrednosti podjetij: kakšen je vpliv teh težav – ali jih je treba upoštevati pri oceni vrednosti? Ali je primerno in ali je smiselno, da se težave na področju javnih financ zrcalijo v oceni vrednosti podjetij?**

Težave, ki jih imajo Grki, niso izjema. Vsaka država, trg, ki živi nad svojimi zmoglostmi, se bo moral(a) soočiti s posledicami. Lekcije iz Grčije torej so, da bodo vlade (in poslovni svet), ki zanemarijo osnovna načela ekonomije, na koncu plačali ceno in podjetja v teh državah bodo čutila posledice.

**Če pa si mlad in si pripravljen tvegati s padci in rastmi, potem se splača vlagati v bolj tvegane naložbe.**

**Ali menite, da lahko takšne težave prizadenejo tradicionalno dobra, zdrava gospodarstva, kot je nemško?**

Lahko. Nihče ni imun.

**Kriza in ocena vrednosti: na kakšen način je kriza spremenila pristope k vrednotenju? Ali obstajajo dejavniki, ki so bili doslej zanemarjeni, zdaj pa je z njimi treba računati? Če mislite, da obstajajo, kateri so ti dejavniki?**

Načini vrednotenja lahko ostanejo enaki, toda kar analitiki morajo vključiti je, da potencial za katastrofalen šok obstaja tudi v najvarnejših sektorjih najbolj razvitih trgov.

**Regionalna ocena vrednosti: ko primerjamo vrednotenja delnic, ali je smiselno, da primerjamo izdajatelje delnic iz različnih regij – glede na to, da so zakonodajne in regulatorne razlike med regijami precejšnje? Bi mogoče vrednotenja morali primerjati le znotraj ene regije? Bi glede na trenutno oceno vrednosti lahko izpostavili kako regijo kot posebno ugodno in kako, v kateri naj bodo investitorji previdni?**

Seveda, ampak razlike morate kontrolirati. V resnici vse razlike, o katerih govorite, morajo biti vključene v eno od treh postavk – gotovina, denarni tok in pričakovana rast –, ob tem pa moramo biti pozorni na variacije pri omenjenih, ko gre za vrednotenje podjetij.

**Katera izmed treh je po vašem mnenju najpomembnejša?**

To je vedno odvisno od podjetja in od časa, v katerem opravljate vrednotenje.

**Zunanje agencije za določanje kreditne sposobnosti: ali ocene zunanjih bonitetnih agencij sploh imajo smisel?**

Kaj pa je alternativa? Vrednotenje mora biti eksterno, ker podjetja ne morejo vrednotiti sama sebe. Torej je potrebna specializirana ustanova, ki se ukvarja izključno z vrednotenji, da ne bi prišlo do konflikta interesov.

**Namesto da bi podjetja vrednotile različne banke in druge finančne ustanove. Kakšni bi bili vaši predlogi za delnico, ki je dobila, na primer, tri zelo dobre ocene in vse večje finančne ustanove svetujejo nakup, dve manjši instituciji pa sta isto delnico ocenili kot slabo naložbo?**

Moj nasvet je, da naredite svojo raziskavo. Ne poslušajte institucij, ekspertov ali analitikov.



# Nafta



**Blaž Hribar,**  
CFA, vodja analiz,  
NLB Skladi, d.o.o.

**Nafta je eden temeljev razvoja civilizacije in trenutno še vedno najpomembnejši energent. Nič presenetljivega ni, da njena cena pomembno vpliva na odločitve ključnih ekonomskih akterjev, tako podjetij in držav kot tudi gospodinjstev. Kakšna so torej naftna dejstva in kaj lahko pričakujemo v prihodnje?**



## Bo nafte zmanjkalo?

### Skoraj zagotovo DA, mogoče pa ne<sup>1</sup>.

Vendarle naj vas potolažimo. Zadnji sodček nafte ne bo porabljen prav kmalu. Potrjene rezerve **pri trenutni ceni nafte okvirno zadostujejo za nadaljevanje črpanja nafte s sedanjim tempom nadaljnjih štirideset let<sup>2</sup>**. Rezerve tudi niso statične, temveč se spreminjajo s ceno nafte, saj dražja nafta upravičuje

izkoriščanje težje dostopnih nahajališč. To je tudi razlog, da se ocenjene rezerve spreminjajo s predpostavko o ceni nafte. Poleg tega obseg znanih rezerv raste. V letih od 1998 do 2008 so se na primer povečale za 18 %, in to kljub 15 % rasti svetovne porabe nafte v tem obdobju. Svet je torej hitreje odkrival nova naftna nahajališča, kot pa je nafto porabljal. Ne nazadnje pa se znižujejo tudi stroški pridobivanja nafte na znanih lokacijah, kar pri dani ravni cen prav tako veča zaloge nafte.

Najpomembnejše vprašanje torej ni, kdaj bomo porabili zadnjo kapljo nafte, ampak tole:

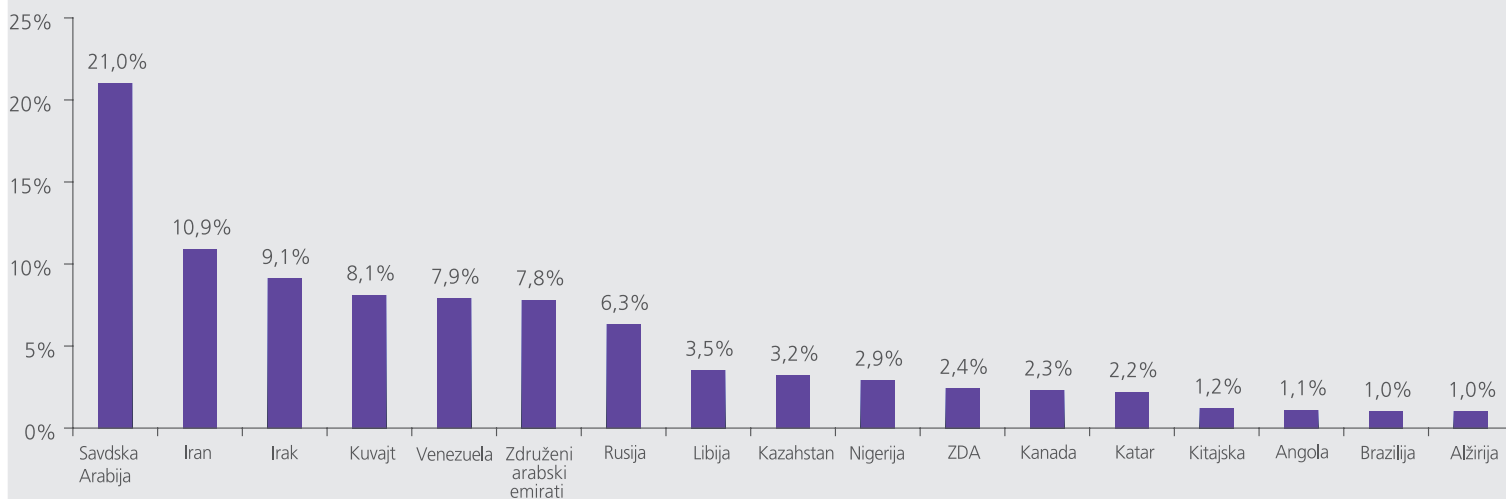
## Ali bo nafta z leti in desetletji vse dražja?

### Zelo verjetno DA.

Dejavniki, ki govorijo v prid visoki ceni na strani povpraševanja:

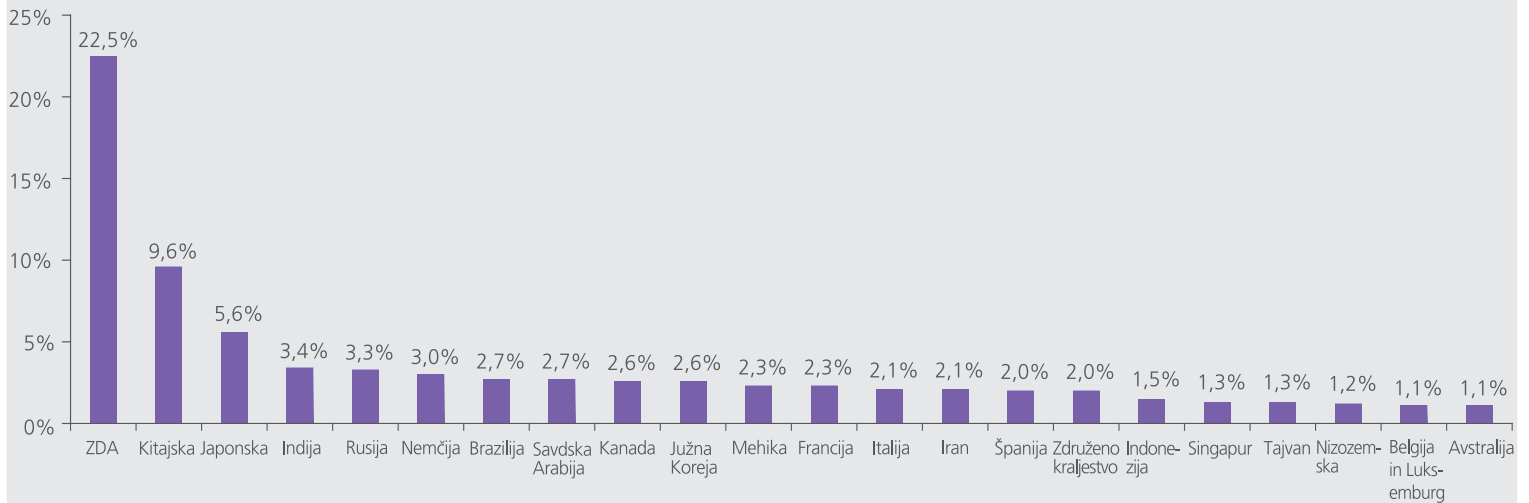
- **Recesije je konec. Globalno gospodarstvo se vrača na pot**

## → Delež svetovnih potrjenih zalog



<sup>1</sup> Po nekaterih še neovrženih hipotezah nastaja nafta anorgansko pod zemeljsko skorjo.  
<sup>2</sup> Vir: publikacija BP's Statistical review of world energy 2009.





Svet je v zadnjih 10 letih hitreje odkrival nova naftna nahajališča, kot pa je nafto porabljal.

**globalne gospodarske rasti<sup>3</sup>,**

kar med drugim poganja rast industrijske proizvodnje in s tem večja povpraševanje po nafti. Gospodarsko šibki leti 2008 in 2009 sta bili tudi prvi po osemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je poraba nafte v svetu dejansko upadla.

- **Hitra gospodarska rast Kitajske in Indije ter rast standarda prebivalcev v omenjenih državah** naj bi po ocenah Mednarodne agencije za energijo (International Energy Agency) ob nespremenjenih energetske politikah prispevali kar 93 % rasti porabe nafte med letoma 2007 in 2030.

**Dejavniki, ki govorijo v prid visoki ceni na strani ponudbe:**

- **Na novo odkritih preprosto dostopnih nahajališč je vse manj.** Znana, a še neizkoriščena nahajališča so po večini globoko pod

morjem ali celo ledom, izkoriščanje nafte iz teh nahajališč pa je dražje. Ta nahajališča bo človeštvo, če ne pride do tehnološkega preboja, začelo izkoriščati šele pri višjih cenah nafte, saj je ponudba cenovno elastična. Glede na ocene, da se bo iz obstoječih, preprosto izkoriščanih nahajališč do leta 2030 načrpana le še tretjina trenutno načrpane nafte, lahko v prihodnje pričakujemo rast cene nafte.

- **Ob drastičnem padcu cene nafte med preteklo recesijo so naftne družbe za iskanje in izkoriščanje novih nahajališč namenile 19 % manj denarnih sredstev kot v letu pred tem.** To znižuje pričakovano rast naftnih rezerv in količino načrpane nafte v prihodnje.
- **Večje zaloge nafte so skoncitrirane v politično nestabilnih regijah sveta.** Kar 76 % znanih zalog je v državah članicah kartela OPEC. Kratkoročno imajo članice OPEC-a znan interes, da je cena nafte višja.

Dejavniki, ki govorijo v prid zmerni ceni nafte:

- **Nafta je le ena od vrst fosilnih goriv.** Zaloge premoga in plina so obsežnejše ter bistveno manj izkoriščene, geografsko bolj razpršene in marsikje lažje dostopne. V prihodnosti bosta ob pomanjkanju lahko dostopne nafte vse večjo vlogo prevzeli ti dve vrsti goriv.

- **Morebiten tehnološki preboj pri pridobivanju nafte zlasti v trenutno »izčrpanih« nahajališčih in/ali »zelena« revolucija v obliki obnovljivih virov.**
- **Ekonomske težave v državah OPEC-a lahko vodijo v (delno) privatizacijo državnih naftnih družb** in s tem znatno večji obseg črpanja nafte zaradi večje učinkovitosti.

V desetletjih pred nami zagotovo ne gre pričakovati, da bi porabili vso nafto pod zemeljsko skorjo, bomo pa verjetno morali posegati po vse težje dostopni in zato dražji nafti, razen če ne pride do tehnološkega preboja. Pomembno je tudi vedeti, da je rast porabe nafte znatno nižja od rasti BDP-ja in tako postaja čedalje manj pomembna komponenta naše blaginje.

**V desetletjih pred nami zagotovo ne gre pričakovati, da bi porabili vso nafto pod zemeljsko skorjo, bomo pa verjetno morali posegati po vse težje dostopni in zato dražji nafti, razen če ne pride do tehnološkega preboja.**

<sup>3</sup> Napoved globalne gospodarske rasti Mednarodnega denarnega sklada: 2010 – 4,2 %, 2011 – 4,3 %.

# Kdaj kupiti naložbeno zavarovanje namesto vzajemnega sklada?



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

**Ne glede na dejstvo, da imamo gospodinjstva v Evropi še vedno največji del svojega finančnega premoženja naložen v bančnih depozitih (v Sloveniji krepko več kot polovico, v drugih državah EU približno tretjino), se večina svežih prihrankov prebivalstva že več kot dve desetletji steka v nedepozitne finančne produkte.**



Manjši del teh svežih prihrankov je namenjen neposrednim nakupom delnic ali obveznic, preostanek pa je v največji meri usmerjen bodisi v vzajemne sklade ali pa v življenjska zavarovanja<sup>1</sup>.

Življenjsko zavarovanje je eden od starejših finančnih produktov, saj obstaja že stoletja. To je bil tisti produkt, ki je lahko rešil težave »vdov in sirot« v času, ko so bili lahko zaposleni skoraj izključno moški. V splošnem življenjsko zavarovanje rešuje tri finančne cilje:

- 1. odplača oziroma delno zmanjša breme dolgov in stroškov za dediče v primeru smrti zavarovanca;**
- 2. zagotovi sredstva za šolanje otrok oziroma dostojno življenje vdovi/vdovcu;**
- 3. omogoča finančno fleksibilnost v obdobju do smrti, saj je zavarovalnica pripravljena odkupiti vrednost police življenjskega zavarovanja oziroma je le-to mogoče zastaviti za črpanje posojila.**

V tem prispevku ne bom obravnaval klasičnih tipov življenjskih zavarovanj, ampak zgodovinsko najnovejši tip življenjskih zavarovanj, ki so v Sloveniji običajno imenovana naložbena zavarovanja<sup>2</sup>. Bistvo naložbenih zavarovanj je v tem, da ponujajo rizično življenjsko zavarovanje in obenem tudi možnost naložbe tistega dela premije, ki ni porabljen za kritje stroškov rizičnega zavarovanja, po izbiri zavarovanca

<sup>1</sup> V državah z naprednejšim stadijem pokojninske reforme gre pomemben del naložb tudi v posebej opredeljene pokojninske finančne produkte.

<sup>2</sup> V tuji literaturi se najpogosteje uporabljata izraza »unit-linked« in »variable life«.

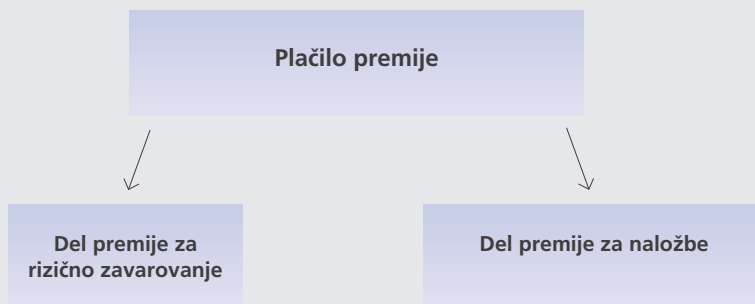
z običajno dokaj širokega seznama naložbenih možnosti, ki večinoma vključujejo vzajemne sklade, lahko pa denimo tudi drugačne naložbene politike, kot so na primer t. i. *hedge* skladi.

Naložbena zavarovanja se bistveno razlikujejo od drugih življenjskih zavarovanj v tem, da je pričakovano gibanje vrednosti zavarovanja izredno nepredvidljivo, tako zaradi fleksibilnosti pri vplačilih kot zlasti zaradi tega, ker je vrednost naložbe na naložbenem računu zavarovalne police odvisna od dogodkov na kapitalskih trgih. Pri naložbenem zavarovanju gre, kot prikazuje slika 1, za kombinacijo dveh odločitev vlagatelja, in sicer za rizično zavarovanje (izplačilo vnaprej določene odškodnine dedičem za primer smrti) in hkratno naložbo v izbrani vzajemni sklad/izbrane vzajemne sklade.

V Sloveniji, pa tudi drugod, se naložbena zavarovanja tržijo podobno kot naložbe v vzajemne sklade, pri čemer imajo precej drugačno davčno obravnavo, ki v večini držav omogoča vsaj delno izognitev obdavčitvi po poteku zakonsko določenega obdobja (10 let v Sloveniji), ta obravnava pa izhaja iz dejstva, da finančni produkt vsebuje tudi zavarovalno opcijo. Pri zavarovanjih velja tudi specifika, da gre za pogodbeni odnos in ne za vrednostni papir, v praksi pa je za kupce zavarovanj koristna posledica ta, da je za obdavčitev pomemben le datum sklenitve zavarovanja, kar pride še posebej do izraza pri periodičnih vplačilih.

Na primer v ZDA morajo imeti naložbena zavarovanja podobno kot vzajemni skladi svoj prospekt, v Evropski

→ Slika 1: Shematičen prikaz nalaganja v naložbena zavarovanja



Zaradi izjemne podobnosti z naložbami v vzajemne sklade Evropska komisija tudi meni, da bi morala biti stopnja razkritja informacij pri naložbenih zavarovanjih identična vzajemnim skladom.

uniji pa Evropska komisija namerava predlagati uvedbo enakih zahtev za trženje teh produktov kot za trženje vzajemnih skladov, saj<sup>3</sup>:

- so sicer povezani s tveganjem vrednostnih papirjev, na katerih temeljijo, vendar ne neposredno, tako da je njihova izpostavljenost tveganju drugačna kot pri neposrednih naložbah v te vrednostne papirje;
- je njihova glavna funkcija povečevanje kapitala, čeprav lahko nekateri zagotavljajo tudi zaščito kapitala;
- so v splošnem zasnovani za trg srednje- in dolgoročnih naložb za male vlagatelje ter
- se prodajajo neposredno malim vlagateljem, čeprav se lahko prodajajo tudi izkušenim vlagateljem.

#### Naložbena zavarovanja imajo v primerjavi z neposrednimi naložbami v vzajemne sklade naslednje slabosti:

- praviloma opazno višji stroški naložbe;
- prodajalec produkta ne potrebuje znanja o ciljnih skladih, zato težko kakovostno svetuje ustrezno izbiro vzajemnih skladov;
- ni jasne razmejitev alokacije vplačil med naložbeno komponento, rizično komponento in stroške, rizična komponenta tudi znižuje pričakovano donosnost naložbenega zavarovanja;
- v primeru težav zavarovalnice manjša stopnja varnosti kot pri neposredni naložbi v vzajemni sklad;
- nižja likvidnost naložbe in višji stroški, povezani s črpanjem prihrankov (posojila, delni odkup police ipd.);
- bistveno višja pričakovana obdavčitev, če je doba varčevanja krajša kot 10 let (obdavčen je celoten znesek, ne le donosi).

#### Višina zavarovalne komponente

Naložbena zavarovanja so najpogosteje zasnovana kot 10- do 20-letni naložbeni produkt, pri čemer je rizična zavarovalna komponenta najpogosteje zelo nizka v primerjavi z naložbeno. Premije za primer smrti so običajno dokaj nizke – pogosto je jamstvo izplačila 100 % predvidenih vplačil v primeru smrti, kar pomeni, da gre za namen zavarovanja primera smrti manj kot 5 % vplačanih premij pri na primer 15-letnem zavarovanju<sup>4</sup>, ki ga sklene 30-letni moški. Zaključimo lahko, da gre vsaj v 95 % za finančni produkt, ki je neposredno primerljiv z naložbami v vzajemne sklade. Ob tem je pri nekaterih zavarovanjih mogoče, da lahko zavarovanci naložbe usmerijo tako v doma registrirane vzajemne sklade kot v kateri koli drug vzajemni sklad ali vrednostni papir; v slednjem primeru neposredna primerjava ni mogoča.

Zaradi izjemne podobnosti z naložbami v vzajemne sklade Evropska komisija tudi meni, da bi morala biti stopnja razkritja informacij pri naložbenih zavarovanjih identična razkritju informacij pri naložbah v t. i. »UCITS« vzajemne sklade, med katere sodijo vsi v Sloveniji registrirani vzajemni skladi, saj bi na ta način vlagatelji lahko hitro in preprosto primerjali finančne produkte med seboj, kot lahko ta trenutek primerjajo naložbe v različne »UCITS« vzajemne sklade. Taki stopnji razkrivanja informacij Evropski zavarovalni komite, ki ga sestavljajo združenja evropskih zavarovalnic, nasprotuje, saj meni, da bi utegnila neposredna primerjava informacij o različnih finančnih produktih zavajati vlagatelje<sup>5</sup>.

#### Slovenska specifika in posebnosti

V Sloveniji so naložbena zavarovanja izjemno pomemben del prodaje življenjskih zavarovalnic. Po podatkih AZN-ja so naložbena zavarovanja med vsemi življenjskimi zavarovanji v letu 2007 pomenila 46 %, v letu 2008 pa 47 % kosmatih zavarovalnih premij<sup>6</sup>, medtem ko je v drugih evropskih državah delež naložbenih zavarovanj bistveno nižji, in sicer znaša približno 25 %<sup>7</sup>. Razlika je verjetno tudi posledica načina prodaje zavarovalnih produktov, saj prodaja razen v Bolgariji v nobeni drugi državi ne temelji v tolikšni meri na agentih, ki pogosto prodajajo tako življenjska zavarovanja kot vzajemne sklade.<sup>8</sup> V drugih evropskih državah bistveno večji del prodaje temelji bodisi na specializiranih posrednikih bodisi na direktni prodaji zavarovalnic, ponekod pa tudi na prodaji zavarovanj v bankah.

#### Naložbena zavarovanja imajo pred neposrednimi naložbami v vzajemne sklade naslednje prednosti:

- morebitna nižja stopnja obdavčitve donosov (zlasti za obdobje varčevanja 10–15 let);
- periodična vplačila se za davčne namene obravnavajo, kot da bi bila opravljena ob sklenitvi zavarovalne police;
- možne so naložbe v ne-»UCITS« vzajemne sklade;
- možni stroškovni prihranki zaradi kombiniranja dveh finančnih produktov (velja v primeru relativno visoke rizične zaščite).

Naložbena zavarovanja so pomemben finančni produkt tako pri nas kot v razvitem svetu. Kljub temu velja opozorilo, da gre v osnovi za naložbo v vzajemne sklade z dodatki, ki prinašajo tako nekatere ugodnosti (zavarovanja, obdavčitev) kot stroške (dodatne provizije, nižja pričakovana donosnost, obdavčitev). Zelo dobro je treba preučiti vse lastnosti naložbenih zavarovanj, saj gre za finančni produkt, pri katerem je verjetno primerno več časa nameniti specifičnim lastnostim produkta kot splošnim značilnostim nalaganja premoženja. Zaradi tega je kakovostna storitev še pomembnejša; v državah z daljšo tradicijo tako prevladuje neposredna prodaja naložbenih zavarovanj ali pa prodaja prek (običajno) povezanih poslovnih bank.

Premije za primer smrti so običajno dokaj nizke – pogosto je jamstvo izplačila 100 % predvidenih vplačil v primeru smrti.

<sup>3</sup> Komisija Evropskih skupnosti: Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu: Paketni naložbeni produkti za male vlagatelje; Bruselj, 30. 4. 2009.

<sup>4</sup> Nekateri zavarovalnici ponujajo tudi le izplačilo 10 % vplačanih premij v primeru smrti – v tem primeru gre več kot 99,5 % vseh vplačanih premij za namen investiranja, manj kot 0,5 % pa za namen zavarovanja smrti.

<sup>5</sup> CEA: Annual Report 2008–2009, str. 30.

<sup>6</sup> Agencija za zavarovalni nadzor: Poročilo o stanju na področju zavarovalništva za leto 2008, str. 8.

<sup>7</sup> Tako visok delež kot v Sloveniji je bil po podatkih CEA dosežen le v letu 2000, torej ob začetku prejšnje borzne krize po dolgi rasti cen zlasti tehnoloških delnic (CEA Statistics: European Life Insurance Market in 2005, str. 11).

<sup>8</sup> CEA: Insurance Distribution Channels in Europe, str. 12.

<sup>9</sup> Direktiva Sveta o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (ang. Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities).

## Zakaj ravno NLB Skladi?

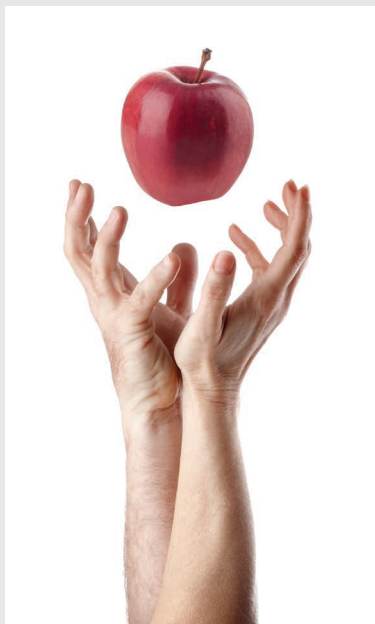
**Ponudba vzajemnih skladov na slovenskem trgu je velika, zakaj torej svoje prihranke zaupati ravno družbi NLB Skladi?**

### 1 NLB Skladi je najbolj zaupanja vredna družba za upravljanje

Svoje prihranke nam je zaupalo že preko 40.000 vlagateljev. Družba NLB Skladi je vse od začetka poslovanja v letu 2004 prva izbira slovenskih vlagateljev, saj v tem obdobju trdno zavzemamo prvo mesto po neto vplačilih med slovenskimi družbami za upravljanje. To potrjuje tudi izjemna rast tržnega deleža, za katero smo prejeli tudi **mednarodno priznanje analitske hiše Frost & Sullivan**. Visoko zaupanje se nadaljuje tudi v letošnjem letu\*.

### 2 Družba NLB Skladi je del NLB Skupine

Varčevanje v vzajemnih skladih družbe za upravljanje, ki je **del največje, mednarodne finančne skupine v Sloveniji**, prinaša dodatne ugodnosti, kot so dostopnost, preprostost in nižji stroški, pa tudi cenovno privlačne kombinacije različnih varčevalnih in posojilnih produktov. Pooblaščenim komercialisti, ki tržijo NLB Sklade, so izkušeni bančniki, ki vsakemu vlagatelju svetujejo izbiro naložb v skladu z njegovim finančnim profilom. Nasvet je brezplačen, za sestanek s svetovalcem se lahko dogovorite tudi na **brezplačni modri številki 080 22 86**. Ni odveč pripomniti, da poleg vzajemnih skladov



ti svetovalci prodajajo še kopico drugih finančnih produktov, tako da lahko zagotovijo za stranko najustreznejšo kombinacijo naložb.

### 3 Želite preglednost? Vas zanima, kako so vaši prihranki naloženi?

Družba NLB Skladi v celoti razkriva naložbe vseh podskladov. Vlagateljem ponujamo tudi možnost naročanja na mesečno prejemanje sestave naložb vseh podskladov krovnega sklada NLB Skladi. Vlagatelji lahko vsak dan izvedo trenutno vrednost naložbe v NLB Skladih

in se o njej posvetujejo pri več kot 400 pooblaščenih komercialistih na preko 100 vpisnih mestih po vsej Sloveniji.

### 4 Podskladi za vsak okus in vse potrebe

Podskladi krovnega sklada NLB Skladi pokrivajo vsa ključna naložbena področja in vse ključne geografske regije. Z možnostjo brezplačnih prehodov\*\* med podskladi lahko v celoti izkoristite vse ugodnosti, ki jih prinaša varčevanje v krovnem skladu.

\* Družba NLB Skladi je tudi v letu 2010 (do konca aprila) po naših ocenah vodilna na slovenskem trgu po neto vplačilih v vzajemne sklade z 29,9 % tržnim deležem v neto prodaji.

\*\* Vlagatelji lahko brezplačno prenašajo sredstva med podskladi enkrat letno, in sicer tista, ki so v podskladu naložena več kot eno leto. Za vse nadaljnje prenose so vlagatelji oproščeni plačila izstopnih stroškov in upravičeni do 50 % popusta na vstopne stroške podsklada, v katerega prenašajo sredstva.



#### Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi

Letnik 4, številka 12, junij 2010

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

Urednik: mag. Kruno Abramovič

Uredniški odbor: Žiga Bernik, Blaž Bračič, Irena Oven, 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: 160.000 izvodov

Tisk: Za Delo, d. d., Leykam tiskarna, d. o. o.

ISSN 1854-6757

Brezplačni izvod, junij 2010

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.