

Naložbeni pregled

Vodnik za boljše investiranje

NLB d.d. številka 14/2011 februar 2011



Motiti se je človeško, vendar lahko stane

- 2 Pogosto se je treba vesti obratno, kot nam veleva nagon
- 3 Motiti se je človeško, ni pa tudi najdonosnejše
- 6 7 preprostih varčevalnih korakov
- 8 Intervju z Bernardom Delbecquom, direktorjem oddelka za ekonomijo in raziskave v Evropskem združenju upravljavcev premoženja (EFAMA): Ne stavi vsega na eno karto!
- 10 Vas skrbi inflacija? Zaščitite se z naložbo v delniške vzajemne sklade!
- 12 NLB Skladi pred vašim pragom





Blaž Bračič,
vodja oddelka za trženje in
prodajo, NLB Skladi

Pogosto se je treba vesti obratno, kot nam veleva nagon

Minevata dve leti od vrhunca finančne krize na delniških trgih. Ti niso zaman najpomembnejši vodilni indikator: zelo dobro napovedujejo dogodke v realni ekonomiji oziroma, povedano drugače, so najzanesljivejša informacija o prihodnjem razvoju dogodkov. Seveda pa nikakor niso popolni – delniški trgi so napovedovali že marsikatero recesijo, ki se nato sploh ni zgodila. So pa delniški trgi po marcu 2009 začeli napovedovati tudi okrevanje in ga z nadaljevanjem rasti napovedujejo še danes. Večina razvitih delniških indeksov je danes vredna še enkrat toliko, kot je bila pred dvema letoma. Tako hitro okrevanje po padcu pa si je marca 2009 upal napovedati le redkokdo. Hiter padec delniških trgov, ki se je zgodil v pol leta pred tem, in še bolj okrevanje, ki je sledilo, zopet poudarjata pomen dolgoročnega varčevanja in discipline. Pri večini vlagateljev je žal pretekla donosnost še vedno tisto sodilo, ki ga pri izbiri vzajemnih skladov najbolj upoštevajo. To velja za vlagatelje povsod po svetu in tudi Slovenci nismo imuni za to.

Je pa slovenski trg vzajemnih skladov zelo specifičen. Slovenci smo kot vlagatelji zelo domačijsko usmerjeni, kar pomeni, da gibanje delniških trgov pogosto enačimo z gibanjem slovenskega borznega indeksa, saj smo na slovenski delniški trg v preteklosti plasirali veliko prihrankov. Veliko vlagateljev je tako zmotno prepričanih, da delniške naložbe še vedno životarijo nekje na dnu Marianskega jarka, saj je bil po nadpovprečnem upadu med akutno finančno krizo v letu 2010 slovenski borzni indeks eden redkih na svetu, ki je dosegel negativno donosnost. Kot nalašč so se podobno slovenskemu gibali tudi

balkanski ali denimo kitajski delniški trgi, ki so bili v preteklosti izjemno priljubljeni pri slovenskih vlagateljih. Presenečenje marsikaterega vlagatelja, ko se mu omeni izjemno visoka donosnost delniških trgov v zadnjih dveh letih, je zato razumljivo, a v povezavi z omenjenim vplivom pretekle donosnosti to vlagatelja spravi v splošno negativno razpoloženje do naložb v delnice nasploh. Če so za tega vlagatelja naložbe v delnice primerne – to velja za veliko večino vlagateljev –, s tem ustvarja nepotrebno oportunitetno izgubo svojih prihrankov, saj lahko pričakuje nižjo donosnost svojih naložb s hranjenjem prihrankov »v nogavici«.

Čeprav smo Slovenci po svojih naložbenih odločitvah precej posebneži, pa se v splošnem od vlagateljev drugod po svetu ne razlikujemo močno. Tudi človek je navkljub inteligenci predvsem nagonsko bitje, ki tudi pri razporejanju lastnih prihrankov ne ravna vedno racionalno – skoraj vedno sta prisotni panika in euforija, kar vodi v zelo neoptimalne odločitve pomemben del časa, ko razpolaga s prihranki. Najbolj zanimivo je, da za uspeh na delniškem trgu ni treba poznati stohastičnih diferencialnih enačb in ekonometrije, temveč moramo biti predvsem sposobni nadzirati svoje vedenje in se pogosto vesti obratno, kot nam veleva nagon. Zelo dober recept za uspešno nalaganje za večino vlagateljev je, da zaupajo nasvetom usposobljenih finančnih svetovalcev, prihranke pa prepustijo v upravljanje strokovnjakom, ki za njih upravljajo vzajemne sklade in se na dogodke na delniških trgih ne odzivajo čustveno, obenem pa jih profesionalna skrbnost in finančna motivacija vežeta, da delujejo v korist vlagateljev.

Naložbeni pregled NLB Skladi: Vodnik za boljše investiranje

Letnik 5, številka 14, februar 2011

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Glavni urednik: Blaž Bračič

Uredniški odbor: dr. Aleksandra Brdar Turk, Irena Oven, Alenka Rozman, mag. Nataša Tomc Jovovič, Andreja Zupan Škof

Grafična priprava: Maša Perpar, NLB d.d.

Svetovanje in redakcija: Igor Savič, Primož Inkret, Nenad Senić, 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, februar 2011

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.



Simon Logar, direktor sektorja investicijskih skladov NLB Skladi

Motiti se je človeško, ni pa tudi najdonosnejše

Napake vlagateljev niso naključne, ampak so sistematične. Na podlagi spoznanj vedenjskih financ bom orisal sedem najpogostejših napak vlagateljev. Ti tipi napak naj pripomorejo k temu, da bi se takšne naložbene napake pojavljale čim manj.

Nedavna finančna kriza z občutnimi znižanji cen delnic, ki je prinesla tudi hiter, za marsikoga povsem nepričakovan obrat, ki si ga bomo zapomnili po rekordni rasti cen delnic, je pred marsikaterega vlagatelja postavila ogledalo. Vlagatelji so spoznali resnični pomen investiranja v skladu s svojim finančnim profilom. Neracionalni vlagatelji so se po znižanju cen lastniških vrednostnih papirjev z dodatnimi odprodajami teh še bolj oddaljili od ustrezne strateške razporeditve premoženja, ki je ključna za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev (na primer za zagotovitev ustrezne ravni dodatne pokojnine).

Na trgu so lahko tudi neracionalni vlagatelji, vendar so njihova trgovanja in napake naključni in se medsebojno izničijo.

Po drugi strani racionalnim vlagateljem kriza praktično ni prišla do živega, saj so ob znižanju cen tečajev delnic izpostavljenost delniškim naložbam povečevali zaradi ohranjanja ustreznega razmerja strateške razporeditve premoženja, s tem pa so bili dodatno deležni ene največjih rasti cen delnic oziroma rasti vrednosti enot premoženja delniških vzajemnih skladov v celotni zgodovini.

V skladu s temeljni hipoteze o učinkovitem trgu kapitala vlagatelji ravnajo racionalno in tako vrednotijo tudi vrednostne papirje. Damodaranⁱⁱ meni, da so sicer na trgu lahko tudi neracionalni vlagatelji, vendar so njihova trgovanja in napake naključni ter se medsebojno izničijo. Nasprotno pri velikem številu vlagateljev opažamo,

da so pred finančno krizo prevzemali več tveganj, kot bi bilo smotno glede na njihov finančni profil, po finančni krizi pa prevzemajo premalo tveganj in se s tem odpovedujejo višji pričakovani donosnosti ter oddaljujejo od svojih finančnih ciljev. Napake vlagateljev torej niso naključne, kot predvideva hipoteza o učinkovitem trgu kapitala, ampak so sistematične.

O sistematičnih napakah vlagateljev pišem s pomočjo spoznanj vedenjskih financ, ki povezujejo tradicionalno finančno teorijo, psihologijo in sociologijo. Spoznanja vedenjskih financ pomenijo pomembno razliko v primerjavi s tradicionalno finančno teorijo, saj v sklopu vedenjskih financ opazujemo ljudi in na podlagi

opažanj skušamo postaviti teorijo, ne pa da najprej postavimo teorijo in pričakujemo, da se bodo ljudje obnašali v skladu z ravno to teorijo. Sledi pregled posameznih področij vedenjskih financ, ki morda ponujajo odgovor, zakaj neracionalni vlagatelj dolgoročno dosega podpovprečne donose.

Pretirana samozavest

Kako dober voznik avtomobila ste? Montierⁱⁱⁱ meni, da bi več kot 80 odstotkov moških samozavestno odgovorilo, da so boljši vozniki od povprečja. Podobno večina staršev misli, da so njihovi otroci nadpovprečni, oziroma 80 odstotkov študentov pričakuje, da bodo letnik končali med 50 odstotki najboljših v letniku



Neracionalni vlagatelji so se po znižanju cen lastniških vrednostnih papirjev z dodatnimi odprodajami teh še bolj oddaljili od ustrezne strateške razporeditve premoženja, ki je ključna za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev.

Najpogostejše napake vlagateljev

pretirana samozavest

– najmanj 30 odstotkov študentov bo očitno ob koncu letnika razočaranih.

Pretirana samozavest je prav tako značilna pri investiranju v vrednostne papirje. Izhaja iz iluzije znanja. Do pretirane samozavesti prihaja pri odločitvah, ki zahtevajo subjektivno oceno. Ustrezen primer je vrednotenje vrednostnih papirjev in določitev »poštene« vrednosti cene delnice, saj je vsako napovedovanje prihodnosti subjektivno. Barber in Odean^{iv} sta ugotovila, da v povprečju najslabše donosnosti dosegajo samski moški. Pretirana samozavest vodi v čezmerno trgovanje z vrednostnimi papirji, kar je povezano s transakcijskimi stroški in nižjo doseženo donosnostjo. Iz pretirane samozavesti izhaja tudi, da vlagatelji morebitne uspehe pripisujejo svojemu znanju, za neuspehe pa krivijo druge ali mislijo, da imajo pač izredno smolo.

Premajhna razpršenost premoženja

Ta fenomen prav tako izhaja iz pretirane samozavesti. Domači mediji v največji meri poročajo o domačem gospodarstvu in domačih podjetjih. Vlagatelji pridobijo zavajajoč občutek nadpovprečne informiranosti in poglobljenega poznavanja domačih kapitalskih trgov, kar jim daje lažni občutek kontrole nad dogajanjem ravno na teh kapitalskih trgih. Logična posledica je prevelika izpostavljenost lokalnim vrednostnim papirjem, to pa vodi v premajhno razpršenost premoženja in v sprejemanje prevelikega tveganja. Za slovenske vlagatelje je (bila) v povprečju značilna

premajhna razpršenost premoženja

prevelika izpostavljenost slovenskemu trgu in balkanskim trgom.

Naivna razpršenost premoženja

Je podmnožica premajhne razpršenosti premoženja. Vlagatelji pogosto preprosto razdelijo $1/n$ svojega premoženja v vsako izmed n ponujenih investicijskih možnosti. Znana je raziskava^v, v kateri so ljudje morali

naivna razpršenost premoženja

njihove odločitve. To je lahko popolnoma nepomembna vrednost (sidro), ki usodno vpliva na investiranje v vrednostne papirje. Pri ocenjevanju tveganosti delnice vlagatelji na primer preverijo, kakšna je bila najnižja vrednost, pri kateri je delnica kotirala v minulih nekaj letih. Ta vrednost potem neustrezno predstavlja orientacijsko vrednost pri določanju potencialno največjega padca cene vrednostnega papirja.

Kriza racionalnih vlagateljev praktično ni zamajala, saj so izpostavljenost delniškim naložbam povečevali zaradi ohranjanja ustreznega razmerja strateške razporeditve premoženja.

razporediti premoženje med dva vzajemna sklada. Najprej so imeli na razpolago sklad delnic in sklad obveznic, potem sklad delnic in mešani sklad (premoženje v mešanem skladu je bilo sestavljeno iz 50 odstotkov delniških in 50 odstotkov obvezniških naložb), v tretjem poizkusu pa so se odločili med obvezniškim in mešanim skladom. Ljudje so v vseh treh primerih premoženje v dva vzajemna sklada naložili v razmerju ena proti ena ne glede na dejansko sestavo premoženja v posameznem vzajemnem skladu.

Sidranje

Vlagatelji se v negotovosti oprimejo še tako nebistvenega podatka, ki podpira

Reprezentativnost

Vlagatelji zaradi reprezentativnosti pripisujejo premajhno težo dolgoročnim povprečjem in preveliko nedavnim dogodkom. Slovenski vlagatelji so v letih 2006 in 2007 kupovali naložbe, ki niso bile ustrezne glede na njihov finančni profil, saj so na podlagi preteklih visoko pozitivnih donosnosti sklepali na nadaljevanje trenda. Gre za tipičen primer sklepanja na podlagi premajhnega vzorca in za neustrezno posploševanje, saj vzorec ni bil dovolj velik za učinkovito oceno verjetnosti. Po finančni krizi pa vlagatelji prevelik del svojega premoženja nalagajo v netvegane naložbe z nizko pričakovano donosnostjo, saj so zaradi svežega

sidranje

reprezentativnost

obžalovanje

miselno razvrščanje

spomina na finančno krizo njihove odločitve podobno neoptimalne kot pred krizo. Tudi če so borzni donosi visoki oziroma nizki skozi daljše obdobje, to še ni zadosten razlog za predvidevanje, da so taki donosi običajni.

Obžalovanje

Vlagatelji so nagnjeni k t. i. nerealizaciji izgub. Prodaji naložb, katerih cena je upadla, se ne izogibajo samo zaradi žalosti ob izgubi, ampak tudi zaradi obžalovanja ob storjeni napaki, ki vključuje tudi priznanje odgovornosti za negativen izid. Če vlagatelj proda naložbo, ki mu je prinesla izgubo, s tem posredno prizna, da se je ob nakupu zmotil. Čeprav bi morda v primeru odprodaje naložbe z izgubo lahko optimiziral davčne obveznosti, se zaradi »grožnje« globokega obžalovanja raje odloči za vztrajanje v naložbi in hkrati upa, da se bo vrednost naložbe zvišala in upravičila njegovo nakupno odločitev. Empirične študije so pokazale, da strah pred obžalovanjem vodi v nižje donosnosti. Če je bila vlagateljeva odločitev tudi posledica

nasveta finančnega svetovalca, bo občutil manjše obžalovanje, saj bo komponento odgovornosti za negativen izid pripisal finančnemu svetovalcu.

Miselno razvrščanje

Predstavljajte si, da ste pri nakupu vstopnice za ogled gledališke predstave za 10 evrov ugotovili, da ste prejšnji dan pri nakupu hrane nesrečno izgubili bankovec za 10 evrov. Ste pripravljeni kljub temu kupiti vstopnico za predstavo? Verjetno da. Neodvisno od prve namišljene situacije si sedaj predstavljajte, da ste že kupili vstopnico za gledališče in jo pozneje izgubili. Ste pripravljeni še enkrat kupiti enako vstopnico za isto predstavo? Verjetno ne. V prvem primeru bi večina ljudi še enkrat kupila vstopnico, v drugem primeru pa se večina ljudi ne bi odločila za nakup vstopnice, saj gre denar za nakup vstopnice v drugem primeru iz istega »miselnega predala«, kot je šel nakup prve vstopnice.^{vi} V obeh primerih bi se premoženje ljudi zmanjšalo za enak znesek, vendar je zaradi miselnega razvrščanja njihova odločitev drugačna.

Vlagatelji podobno razmišljajo pri investiranju v vrednostne papirje. Zaradi miselnega razvrščanja premoženje, ki bi ga morali obravnavati povezano, razdelijo v več ločenih miselnih predalov in ne dosežejo optimalnega razmerja med tveganjem ter pričakovano donosnostjo za celotno premoženje.

Ste se prepoznali?

Naj zaključni odstavek začnemo z mislijo, da se je motiti sicer človeško, ni pa tudi najdonosnejše. Če ste se

prepoznali v katerem izmed zgornjih vzorcev, verjemite, da niste edini. Tako je morda prezrto dejstvo, da Harry M. Markowitz, oče moderne portfeljske teorije in Nobelov nagajenec, pri upravljanju svojega pokojninskega portfelja ni upošteval svoje lastne teorije, ampak je pri odločanju raje minimiziral svoje prihodnje obžalovanje ter premoženje med delnice in obveznice preprosto razporedil v razmerju ena proti ena. V vedenjske »pasti« se lahko ujamejo tudi profesionalni upravitelji premoženja, odsotnost »čustvene navezanosti« na premoženje v upravljanju pa možnost tovrstnih napak pomembno zmanjša.

ⁱ Racionalni investitorji so tisti, ki so znali ustrezno presoditi svoje finančne razmere, finančne cilje in odnos do tveganja, finančne naložbe pa so imeli razporejene tako, da so prevzemali ravno toliko tveganja, kot so si ga lahko privoščili in so ga lahko prenesli.

ⁱⁱ Intervju z dr. Aswathom Damodaranom, svetovno znanim profesorjem poslovnih financ na Univerzi New York, si lahko preberete v 12. številki našega biltena na naslovu: <http://www.nlbskladi.si/bilten12-vse-krize-se-enkrat-koncajo>.

ⁱⁱⁱ Odlično izhodišče za začetek proučevanja vedenjskih vzorcev vlagateljev je knjiga Jamesa Montierja z naslovom Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets.

^{iv} Barber B. & Odean T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. Quarterly Journal of Economics, 141, str. 261–292.

^v Benartzi S. & Thaler R. H. (2001). Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans. American Economic Review, 91, str. 79–98.

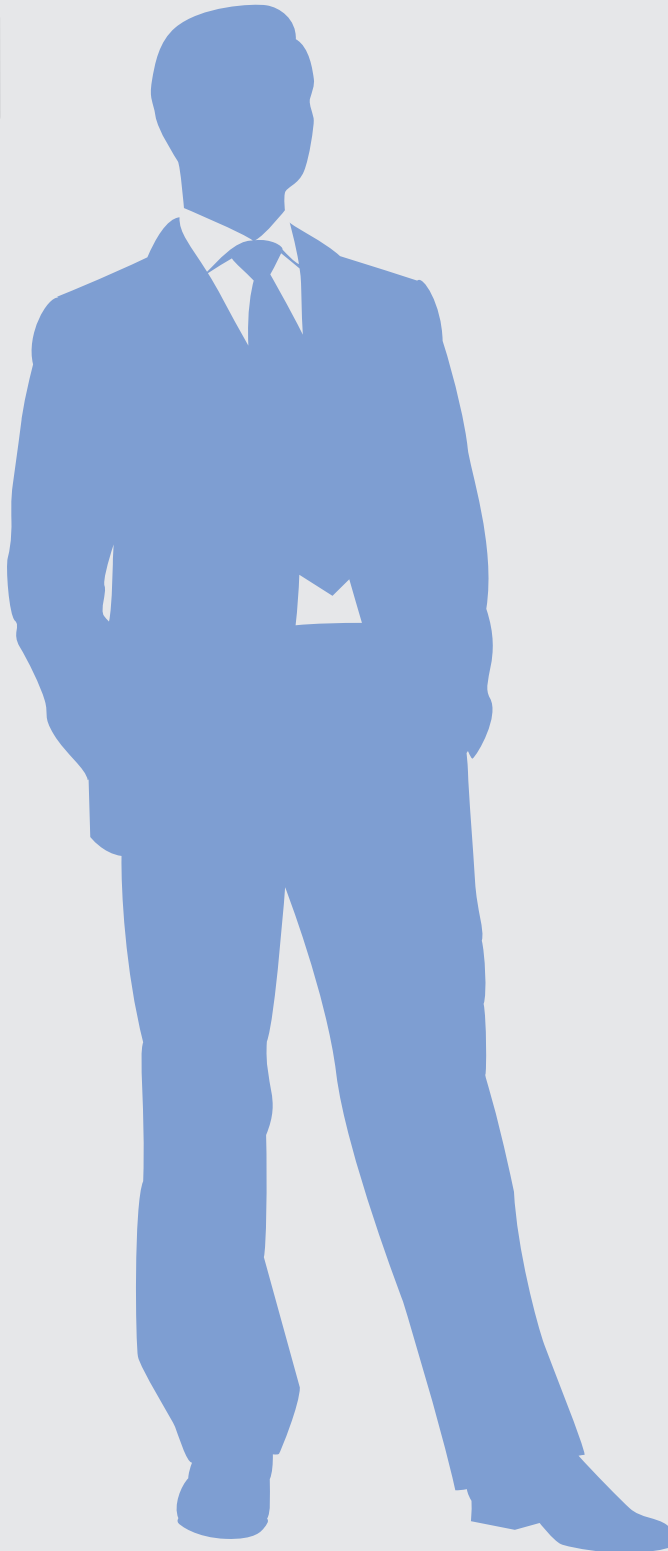
^{vi} Povzeto po raziskavi Nobelovega nagajenca D. Kahnemana in A. Tverskyja.

V vedenjske pasti se lahko ujamejo tudi profesionalni upravitelji premoženja, odsotnost čustvene navezanosti na premoženje v upravljanju pa možnost tovrstnih napak pomembno zmanjša.

7 preprostih varčevalnih korakov



Tjaša Brilej,
vodja centra za pravne
zadeve in nadzor zakonitosti
poslovanja, NLB Skladi



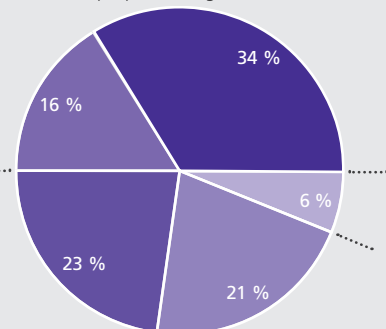
Imate prihranke? Investirajte jih v vzajemne sklade.

1

Vzajemni skladi so oblika varčevanja, ki ponuja tako izrazito agresivne naložbene politike kot izjemno nizko tvegane, seveda pa tudi celotno vmesno paleto. V Evropski uniji so vzajemni skladi predvsem oblika varčevanja, ki jo uporabljajo izrazito konzervativni vlagatelji (npr. obvezniški skladi, skladi denarnega trga), hkrati pa so najprimernejša naložbena oblika za pokojninsko varčevanje, ki zaradi dolgoročnosti omogoča prevzemanje nadpovprečnih tveganj (npr. delniški skladi in skladi življenjskega cikla). Ne glede na naložbeno politiko pa je skupna prednost vzajemnih skladov izjemna likvidnost naložbe.

Slika 1: Struktura vzajemnih skladov v portfeljih evropskih varčevalcev.

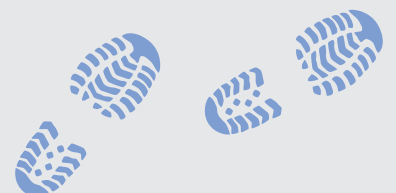
Vzajemni skladi kot nadpovprečno tvegane naložbe



Vzajemni skladi kot nizko tvegane naložbe

- Delniški skladi
- Uravnoteženi skladi
- Sklad denarnega trga
- Obvezniški skladi
- Drugi skladi

Vir: EFAMA.



Naložbeni nasvet

2

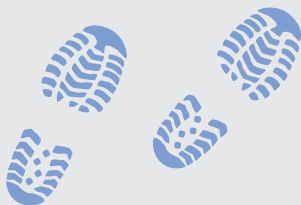
V poplavi informacij in različnih vzajemnih skladov na trgu je naložbeni nasvet še toliko dragocenejši. Usposobljeni svetovalci NLB Skupine vam bodo celostno svetovali in vam pomagali pri izbiri vzajemnih skladov, ki bodo ustrezali prav vam in vam prinašali dolgoročno zadovoljstvo. Za nasvet in koristne napotke o vaši naložbi lahko pokličete na **brezplačno modro številko 080 22 86** ter se dogovorite za posvet s finančnim strokovnjakom. Posebej izurjena skupina strokovnjakov vam ponuja tudi možnost izdelave lastne NLB Skladi – Naložbene strategije. Zahtevajte finančni nasvet, prilagojen vaši življenjski in finančni situaciji!



Izbira posameznih podskladov

3

Družba NLB Skladi ponuja že petnajst podskladov raznolikih naložbenih politik. Kakšne podsklade boste izbrali, je odvisno od vašega finančnega profila, ki ga lahko določite z vprašalnikom »Profil vlagatelja«. Slednji vam pomaga pri sprejemanju pomembne odločitve, koliko premoženja razporediti v delniške in obvezniške podsklade. Svoj finančni profil lahko določite na spletnem naslovu www.nlbskladi.si/profil-vlagatelja.



Pristop

4

S pomočjo usposobljenega osebnega bančnika banke NLB Skupine lahko na več kot sto vpisnih mestih po Sloveniji (glej zemljevid na zadnji strani) izpolnite pristopno izjavo k pravilom upravljanja krovnega sklada NLB Skladi. Pri tem potrebujete:

- osebni dokument,
- davčno številko,
- številko TRR.

Pristop vas ne zavezuje k samemu vplačilu!



Vplačate in varčujete

5

Preprosto nakažite sredstva na račune izbranih podskladov, navedenih na pristopni izjavi. Lahko izbirate med enkratnim vplačilom ali postopnim varčevanjem v okviru varčevalnih načrtov, ki jih ponuja družba NLB Skladi. Prav tako se lahko odločite za vplačevanje v izbrani podsklad krovnega sklada NLB Skladi s trajnikom ali pa vplačujete sami po sodobnih tržnih poteh.



Svetovanje med varčevanjem

6

Z vplačilom v izbrani podsklad se pri nas zgodba šele dobro začne. Z nasvetom vam bomo vedno priskočili na pomoč, tako po rasti kot morebitnih padcih vrednosti vaše naložbe.

Po začetku varčevanja v podskladu boste o donosnosti svoje naložbe redno obveščani, stanje svoje naložbe lahko dnevno pregledujete v NLB Kliku, NLB Skladi pa smo tudi edina družba za upravljanje v Sloveniji, ki na mesečni ravni razkriva celoten portfelj vseh podskladov. Svetovalci NLB Skupine vam bodo z veseljem pomagali prilagoditi sestavo vaših prihrankov spremenjenim življenjskim in finančnim okoliščinam, kar je znotraj krovnega sklada NLB Skladi izjemno preprosto in praktično zastonj – pri prenosih med podskladi se davek ne plača, ravno tako pa so prestopi (skoraj) brezplačni.

V družbi NLB Skladi vlagateljem pri prenosih sredstev ponujamo stalne ugodnosti. Vsak vlagatelj lahko sredstva, ki so v krovnem skladu naložena vsaj leto dni, enkrat v koledarskem letu med podskladi prenaša brezplačno. Za vse nadaljnje prenose sredstev tudi ponujamo ugodnosti, in sicer vlagatelje oprostim plačila izstopnih stroškov ter zaračunamo zgolj polovične vstopne stroške.



Izplačilo

7

Vaša naložba v podsklade krovnega sklada NLB Skladi je visoko likvidna, saj naložena sredstva niso vezana in vam bodo nakazana najpozneje v šestih delovnih dneh po vašem zahtevku za izplačilo. Lahko se odločite tudi za periodično izplačevanje, ki omogoča avtomatično redno izplačevanje sredstev (rente) iz podsklada na vaš račun.

Ne stavi vsega na eno karto!

Evropskim politikom ne smemo verjeti, ko zatrjujejo, da bo država vedno poskrbela za dostojno pokojnino. To se preprosto ne bo zgodilo. To v ekskluzivnem pogovoru za Naložbeni pregled med drugim opozarja Bernard Delbecque, direktor oddelka za ekonomijo in raziskave v Evropskem združenju upravljalcev premoženja (EFAMA).

Avtor: Matjaž Mrva,
PM, poslovni mediji

Po podatkih, ki jih objavlja EFAMA, je bilo lansko leto v Evropi po prilivih v vzajemne sklade zelo plodno. V katere vrste skladov se trenutno steka največ denarja in kakšne so vaše prognoze za leto 2011?

Dolgoročni (delniški, uravnoteženi in obvezniški) investicijski skladi so dosegli neto prilive v višini 214 milijard evrov v obdobju od januarja do novembra 2010 in 156 milijard evrov v istem obdobju leta 2009. Neto prilivi v posebne sklade, rezervirane za institucionalne vlagatelje, so v zadnjem letu dni znašali 117 milijard evrov, v prvih enajstih mesecih leta 2009 pa 31 milijard evrov. Obvezniški skladi so pritegnili največji delež prilivov (97 milijard evrov), tem sledijo uravnoteženi skladi (63 milijard evrov) in delniški skladi (36 milijard evrov). Skladi denarnega trga so utrpeli zmanjšanje premoženja v upravljanju zaradi večjih neto dvigov (123 milijard evrov), kar je bila posledica nizkih obrestnih mer in potreb bank, da podprejo svoje bilance.

Težko je napovedati, kako bodo investitorji ravnali letos. Živimo v okolju, polnem izzivov. Najnovejše napovedi vendarle potrjujejo, da se bo svetovno okrevanje nadaljevalo tudi v okolju, v katerem pričakujemo, da bodo finančni pogoji ostali nespremenjeni ali se izboljšali. Osebnostno verjamem, da bodo vzajemni skladi tudi letos še naprej privlačni za nova vplačila, in ne bi me presenetilo, če bi delniški skladi imeli koristi od premikov v porazdelitvi sredstev, predvsem v luči nizkih uradnih obrestnih mer in prebujenega apetita po tveganju med vlagatelji.

Zadnja tri leta so bila na kapitalskih trgih zelo turbulentna: najprej veliki padci, sledila je izjemna rast. So leta velike zmernosti minila in lahko tudi v prihodnje na delniških trgih pričakujemo tako visoko volatilnost?

Vlagatelji se vse bolj zavedajo možnosti zastojev na delniških trgih. To naj bi pripomoglo k zmanjšanju tveganja iracionalnih živahnosti in tržnih mehurčkov. Tako bi se lahko zagotovil tesnejši ter posledično stabilnejši odnos



Bernard Delbecque, direktor oddelka za ekonomijo in raziskave v Evropskem združenju upravljalcev premoženja (EFAMA)

med delniškimi tečaji in tržnimi temelji. Tudi globalna regulativna prenova in prenova nadzora finančnega sistema bi morali okrepiti njegovo odpornost ter prispevati k omenjeni nestabilnosti delniških trgov. Dokler se torej lahko izognemo ekstremnim situacijam ter nepričakovanim gospodarskim in političnim pretresom v svetovnem gospodarstvu, bo manj resnih turbulenc na delniških trgih.

Ali menite, da sta kriza in rast po njej vzpostavili drugačne trende pri nakupovanju vzajemnih skladov?

Sektor investicijskih skladov seveda ni povzročil finančne krize, ga je pa kriza dodobra prizadela, enako tudi vlagatelje. Velike izgube na delniških trgih po vsem svetu in upad vrednosti strukturiranih vrednostnih papirjev s fiksno donosnostjo so leta 2008 znatno zmanjšali obseg premoženja

v investicijskih skladih. Zaradi tega so številni vlagatelji začeli eksistencialno dvomiti o globalnem finančnem sistemu. To je posebej prizadelo investicijske sklade, ki so prvič prav leta 2008 doživeli neto odlive. Nobeno presenečenje ni, da je bilo skoraj 40 odstotkov vseh odlivov tistega leta ravno oktobra, ko je stečaj ameriške investicijske banke Lehman Brothers svetovno gospodarstvo potisnil na rob propada. Sektor skladov je prizadela tudi vojna za depozite med bankami, da bi si te izboljšale svoje bilance. Na koncu svet ni propadel, trgi so si opomogli in povpraševanje vlagateljev po investicijskih skladih se je leta 2009 zopet povečalo, kar koristi vsem, razen skladom denarnega trga.

»Vrniti se moramo k tradiciji varčevanja na dolgi rok s posamezniki, ki redno osebno vlagajo, ne glede na tržni cikel, saj zaupajo v dolgoročen razvoj svetovnega gospodarstva.«

Strah vlagateljev, ki so se v tej krizi opekli, se še ni v celoti polegel. Kaj jim predlagate, če se se kljub temu odločili počasi ponovno vstopiti na kapitalske trge?

Zaradi poglobljanja krize v letu 2008 so, žal, mnogi vlagatelji prihranke preusmerili v sredstva »varnega razreda«. Tako so si zacementirali izgube, zamudili pa priložnosti, ki so nastale ob izboljšanju razmer leto pozneje. To kaže, kako omejena je naložbena strategija »kupi in prodaj«. Ni lahko kupiti po nizki in prodati po visoki ceni. Ko vlagatelji čakajo na cenejši nakup, večinoma zamudijo trenutek, ko se vrednosti nenadoma znova znatno povišajo. V resnici se moramo vrniti k tradiciji varčevanja na dolgi rok s posamezniki, ki redno osebno vlagajo, ne glede na tržni cikel, saj zaupajo v dolgoročen razvoj svetovnega gospodarstva.

Kakšen pomen imajo regulatorji oz. organi, ki skrbijo za trg? Ocenjuate njihovo vlogo v času krize kot pozitivno? So opravili zrelostni izpit?
Najhujšo finančno krizo v zadnjih petinsedemdesetih letih smo preživeli in se izognili najhujšemu. Odločilno

vlogo pri tem je odigral tudi odziv večjih centralnih bank na krizo. Vlade v Evropi, Združenih državah Amerike, na Kitajskem in v drugih državah so ravnale pravilno, ko so sprejele obsežen načrt za okrevanje po gospodarski krizi. Prav tako je bilo zelo pomembno, da so se voditelji držav skupine G20 zavezali k sprejetju nujnih ukrepov za oblikovanje trdnjega finančnega sistema in zmanjšanje sistemskega tveganja na svetovni ravni. Strinjam se tudi, da so lani sprejete odločitve za ohranitev evra pomenile velik korak naprej. Glede na vse to sem res prepričan, da so odgovorni organi opravili zrelostni izpit.

Če se dotakneva še nekoliko bolj analitskih tem: ali menite, da bo ameriški javni dolg v prihodnjih letih lahko zatresel kapitalske trge po svetu, in kako se z vlagateljevega stališča zavarovati pred tem?

Popolnoma se strinjam z Olivierjem Blanchardom, glavnim ekonomistom v Mednarodnem denarnem skladu, ko pravi, da morajo države tveganje omejiti z verodostojnimi srednjeročnimi finančnimi strategijami. To je še posebej pomembno sporočilo za ZDA, katerih delež dolga bo prihodnje leto po pričakovanih presegel sto odstotkov BDP-ja. Neposredne nevarnosti ni, zato ni pričakovati, da bi se ameriške oblasti letos trudile kaj posebno zmanjšati svoj proračunski primanjkljaj. Kljub temu pa morajo pojasniti svoje načrte in tako pomiriti trge ter zmanjšati tveganje nenadnih motenj na denarnih trgih in trgu obveznic. Najboljša zaščita za vlagatelje je ohranjanje raznolike porazdelitve premoženja v posameznih državah in sektorjih.

Ali naj vlagatelji pri svojih trenutnih odločitvah o vlaganju v investicijske sklade upoštevajo tudi šibek in nestabilen evro? Na kakšen način?

Vlade držav evrskega območja so lani za zagotovitev stabilnosti v celotnem evrskem območju nastopile odločno. Četudi se lahko letos pojavijo turbulence, sem prepričan, da bodo evrske oblasti pokazale, kako odločne so spopasti se s krizo. Danes je evro vreden 1,35 dolarja. Maja lani, ko je kriza dosegla vrhunec, bi to verjel redkokdo.

Kakšen je vaš pogled na nekatera namigovanja, da utegne evro doživeti briedek konec, saj posojanje denarja Irski in Grčiji ni prava rešitev?
Strinjam se, krize še ni konec.

Številni pomisleki še naprej skrbijo vlagatelje, še posebno visoka raven javnega dolga v nekaterih državah, negativne interakcije med bančnimi in državnimi kreditnimi tveganji ter vpliv prilagoditvenih ukrepov na gospodarsko rast. Te težave so posledica visoke ekspanzije pred krizo, fiskalne podpore bankam in znižanja proračunskih sredstev. To je zapuščina, ki jo moramo premagati. Glavni razlog, zakaj je verjetnost, da bi evrsko območje razpadlo, zelo majhna, je, da bi bila to gospodarska katastrofa z veliko hujšimi posledicami, kot jih je povzročil stečaj investicijske banke Lehman Brothers. Po drugi strani pa se bodo nadaljevali tržni pritiski, vse dokler politiki ne bodo sprejeli strategije, s katero bi vlagatelje pomirili glede prevelikih bremen dolga. Po mojem mnenju bo to zahtevalo povečanje kreditne sposobnosti evropskega instrumenta za finančno stabilnost in prestrukturiranje dolga.

Kateri je bil najboljši finančni nasvet, ki ste ga dobili (od mame, strokovnjakov, znancev)?

»Ne stavi vsega na eno karto!« Zelo nevarno je staviti in tvegati veliko večjo izgubo, kot si jo lahko privoščite.

»Veliko politikov v zahodni Evropi še vedno ohranja iluzijo o tem, da bo država vedno poskrbela za dostojno pokojnino.«

In v kateri splošni mit na finančnih trgih ne verjamate?

»Država bo vedno poskrbela za dostojno pokojnino.« Veliko politikov v zahodni Evropi še vedno ohranja iluzijo o tem. Toda to se, žal, ne bo zgodilo, saj bo vse starejše prebivalstvo pomenilo vse hujši pritisk na javne finance. To je podobno vprašanju globalnega segrevanja: posledice tega bodo čutile prihodnje generacije, zato vlade nimajo interesa, da bi se zdaj odločno lotile reševanje tega problema, saj to prinaša stroške danes, koristi pa jutri drugim. Za pokojnino je rešitev varčevati več in dlje časa. Kako se spoprijeti s podnebnim segrevanjem, pa je manj jasno.



Lan Filipič,
CFA, vodja upraviteljev,
NLB Skladi

Vas skrbi inflacija? Zaščitite se z naložbo v delniške vzajemne sklade!

Pri oblikovanju pričakovanj o inflaciji se mora vlagatelj najprej odločiti, ali pričakuje pozitivno ali negativno inflacijo (deflacijo). V Naložbenem pregledu oktobra 2009 smo ocenili, da so možnosti za deflacijo majhne, kar se je do sedaj tudi potrdilo. Pojavlja pa se strah pred rastjo inflacije. Vlagatelje zato lahko upravičeno zanima, katere naložbe najbolje ščitijo pred inflacijo.

Slovenci smo varčen narod. To je ljudska modrost, ki jo potrjujejo tudi evropske statistike, saj po varčnosti sodimo v sam evropski vrh. Kljub pregovorni varčnosti pa je prihranke Slovencev v preteklosti že nekajkrat pošteno oklestila inflacija (izrazito denimo v sedemdesetih in osemdesetih letih prejšnjega stoletja), ki zlasti pri naložbah s fiksnim donosom predstavlja precejšnje tveganje. Primer takšnega nedonosnega varčevanja je, ko se nam privarčevana sredstva sicer povečujejo, vendar s tem denarjem lahko kupimo manj, kot bi lahko na začetku varčevanja. Tveganje je še toliko hujše, ker se ga pogosto niti ne zavedamo.

Za vsakega, zlasti pa za dolgoročnega varčevalca, torej ni pomembna le »navidezna« oziroma nominalna donosnost, ampak predvsem realna donosnost, saj le slednja prikazuje donosnost po izgubi kupne moči ali inflaciji. Za donosnosti različnih naložb pa ni pomembna zgolj inflacija. Slednja nam namreč pove le pretekle vrednosti, kar je enako, kot bi skušali voziti avtomobil s pogledom v vzvratno ogledalo, ko pa vemo, da je treba gledati skozi vetrobransko steklo. S tega vidika za prihodnje donosnosti ni pomemben podatek o pretekli inflaciji, temveč predvsem podatek, kakšna so inflacijska pričakovanja in njihove spremembe.

Konec »velike zmernosti«?

Večina vlagateljev je že slišala za veliko depresijo iz tridesetih let prejšnjega stoletja ali za naftna šoka v sedemdesetih letih. Malo ljudi pa se zaveda, da se je v letih po letu 1980 v razvitem svetu dramatično zmanjšala spremenljivost gospodarske rasti, potrošnje in rasti cen. Zato lahko skoraj tridesetletno obdobje, ki je temu sledilo, imenujemo obdobje »velike zmernosti«.¹ Na mestu sta torej vprašanji, ali je naš svet postal trajno predvidljivejši in ali se lahko gospodarsko okolje vnovič spremeni nazaj na standarde izpred treh desetletij.

Pri finančnih nasvetih pogosto poudarjamo, da pretekli donosi niso vodilo za prihodnost, kadar gre za primere ekstrapolacije preteklih kratkoročnih donosnosti posameznih

naložb na daljši rok. Vendar tega ne smemo zamenjevati z dejstvom, da nas zgodovina – še posebno na daljši rok – lahko marsikaj nauči o donosnostih posameznih naložbenih skupin v

→ **Tabela 1: Pričakovani scenariji donosnosti ključnih naložbenih skupin med povišano inflacijo.**

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

Vir: Naložbeni pregled NLB Skladi, št. 10/2009, oktober 2009.



Kljub pregovorni varčnosti je prihranke Slovencev v preteklosti že nekajkrat pošteno oklestila inflacija.

¹ Velika zmernost (angl. great moderation) je besedna zveza, ki jo je prvič leta 2004 v nagovoru Vzhodne ekonomske zveze uporabil sedanji predsednik ameriške centralne banke (FED), Ben Bernanke, in opisuje obdobje po letu 1980. V tem obdobju se je spremenljivost (merjena s standardnim odklonom) četrletnih podatkov o realni rasti bruto domačega proizvoda v ZDA zmanjšala za tretjino, medtem ko se je variabilnost četrletne inflacije v ZDA zmanjšala kar za dve tretjini.

➔ **Graf 1: Povprečne letne realne donosnosti naložbe v ameriške delnice in ameriške državne obveznice, ki jih je vlagatelj dosegel ob predpostavki 20-letne dobe varčevanja.**



različnih naložbenih okoljih. Čeprav trenutno celo v Sloveniji že daljše obdobje živimo v okolju nizke inflacije, to še ne pomeni, da se inflacija ne more vrniti, čeprav je ohranjanje stabilnosti cen oziroma nizka inflacija poglaviti cilj centralnih bank v razvitem svetu.

Strategija in taktika v svetu inflacije

Z dolgoročnejšega in strateškega vidika vlagateljem zato spet priporočamo, da prihranke razporedijo v naložbe, ki ohranjajo njihovo kupno moč v obdobju inflacije. V 200-letni zgodovini ameriškega kapitalskega trga (glej graf 1) še ni bilo 20-letnega obdobja, v katerem bi delnice dosegle povprečno negativno letno realno donosnost. V

tem pogledu nas zgodovina uči, da so delnice in delniški vzajemni skladi zelo primerna izbira za dolgoročne vlagatelje, ki si želijo zaščititi kupne moči. Sicer drži, da so bile realne letne donosnosti v obdobjih povišane inflacije relativno skromne, vendar so obveznice in denarna sredstva takrat močno izgubili vrednost. Takšen primer se je nazadnje zgodil v sedemdesetih letih, ko je bila inflacija v ZDA nadpovprečno visoka. Hkrati nas zgodovina opozarja, da se realne donosnosti zaradi sprememb v inflaciji lahko zelo hitro spreminjajo.

Za vlagatelje, ki verjamejo, da nas še naprej čaka okolje nizke inflacije, in si nadpovprečno tveganje delniških

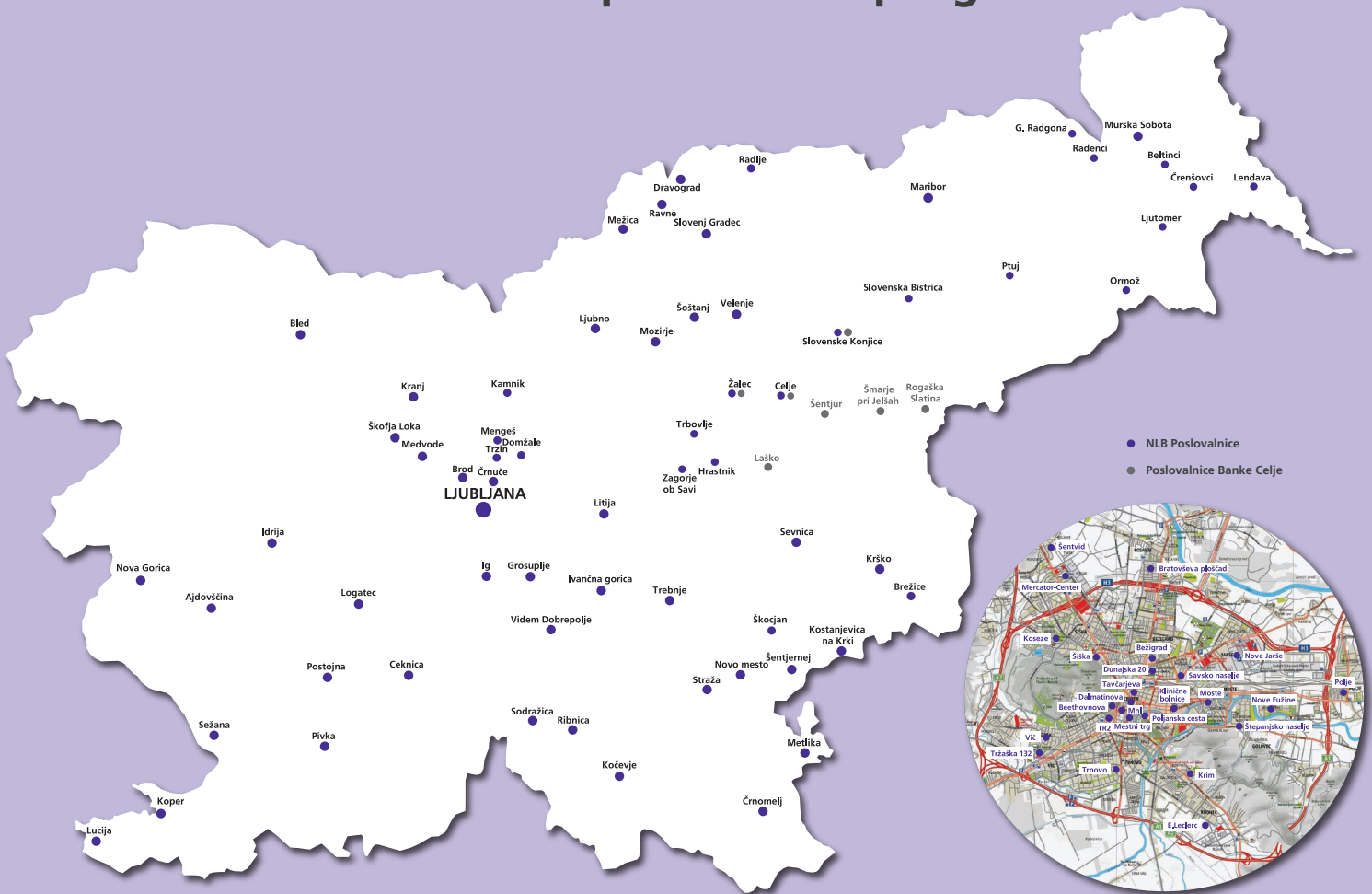
naložb lahko privoščijo, imamo še eno dobro novico. V okolju nizke inflacije, kakršno nas obdaja sedaj, so delnice in delniški vzajemni skladi odlična naložba, saj nizka in predvidljiva inflacija zmanjšata negotovost ter povišata upravičena vrednotenja delnic družb, posledica pa so nadpovprečne realne donosnosti na delniških trgih, kot je bilo na primer v petdesetih in šestdesetih letih. Lahko bi celo rekli, da je pričakovana inflacija v intervalu med enim in dvema odstotkoma z nezatno rastočim trendom zgodovinsko omogočala najvišja utemeljena vrednotenja. Slednje hkrati pomeni, da so delnice v razvitem svetu ob predpostavki nadaljevanja nizke inflacije trenutno poceni!

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 NLB Skladi opravljata na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o krovnem skladu oziroma posameznih podskladih krovnega sklada so vsebovani v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in v izvlečkih prospektov podskladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja krovnega sklada morajo družba NLB Skladi oziroma drugi osebi, ki sta pooblaščenici za trženje in prodajo investicijskih kuponov podskladov, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta podsklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja ter zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada. Izvlečki prospekta podskladov, prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja, zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada, podatki in informacije o krovnem skladu oziroma posameznih podskladih krovnega sklada 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 posameznega podsklada 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 podsklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov posameznega 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. Narava tveganosti podsklada NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški je 10, podskladov NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi – Slovenija delniški, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški in NLB Skladi – Azija delniški 9, podskladov NLB Skladi – Dinamični delniški, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi – Naravni viri delniški in NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 8, podskladov NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Evropa delniški, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi in NLB Skladi – Globalni delniški 7, podsklada NLB Skladi – Kombinirani globalni 5 ter podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR 4, pri čemer ocena 1 pomeni zelo nizko tvegano naložbo, ocena 3 nižje tvegano naložbo, ocena 5 srednje tvegano naložbo, ocena 7 višje tvegano naložbo, ocena 10 pa visoko tvegano naložbo. Najvišji vstopni stroški podskladov NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Evropa delniški, NLB Skladi – Slovenija 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, NLB Skladi – Azija delniški in NLB Skladi – Globalni delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podskladov NLB Skladi – Kombinirani globalni in NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 2,25 % vrednosti investicijskega kupona, podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR pa 1,50 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški podskladov NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Evropa delniški, NLB Skladi – Slovenija 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 – Azija delniški in NLB Skladi – Globalni delniški znašajo 1,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški podsklada NLB Skladi – Obvezniški EUR pa znašajo 0,50 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. 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 katerihkoli 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 kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Ali ste vedeli?

NLB Skladi pred vašim pragom



Morda je vpisno mesto za NLB Sklade čisto blizu vašega doma? K varčevanju v podskladih krovnega sklada NLB Skladi lahko pristopite na več kot 100 vpisnih mestih NLB Skupine. Seznam vpisnih mest preverite na www.nlbskladi.si ali pokličite brezplačno modro številko **080 22 86** in se dogovorite za lokacijo in termin naložbenega nasveta.

KUPON za 100 % popust

pri vstopnih stroških pri vplačilu v vzajemne sklade NLB Skladi

Za unovčenje kupona izpolnite spodnje podatke in se z izrezanim kuponom oglasite na najbližjem pooblaščenem vpisnem mestu NLB Skladi najkasneje do 15. 4. 2011*.

Ime in priimek: _____ Številka pristopne izjave: _____

Naslov in kraj stalnega prebivališča: _____

Posamezni kupon omogoča vplačilo brez vstopnih stroškov za enkratno vplačilo v minimalnem znesku 1.000 € v izbrani podsklad krovnega sklada NLB Skladi. Za vplačila, nižja od 1.000 €, bodo vstopni stroški obračunani po veljavnem ceniku. Kupon je veljaven zgolj v primeru, da gre za originalni kupon, izrezan iz publikacije Naložbeni pregled NLB Skladi in predložen osebno na pooblaščenem vpisnem mestu pooblaščenemu komercialistu, ki je podpisan spodaj.

* Kupon je veljaven le za vplačila, ki so vplačana do vključno obračunskega dne 15. 4. 2011 in nakazana na poseben sklic, ki ga prejmete ob predložitvi kupona na vpisnem mestu.

Kupon prejel: _____ Datum prejema: _____ Podpis: _____