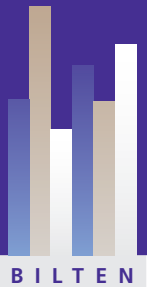


Naložbeni pregled NLB Skladi

NLB d.d. številka 8/2008 november 2008



»Na borzi moraš biti zelo potrpežljiv. Ne glede na talent in napor nekatere stvari terjajo svoj čas. Tudi otroka ne moremo dobiti v enem mesecu, tako da ga spočnemo z devetimi ženskami hkrati.«

Warren Buffett, najuspešnejši investitor vseh časov



Delnice so dolgoročna naložba

kazalo

- 2 **Namesto uvodnika: Razlogi proti borznemu potopu**
Po enem najslabših desetletij za delničarje na razvitih kapitalskih trgih.
- 4 **Velika depresija pred vrati?**
So primerjave z gospodarsko depresijo 30. let prejšnjega stoletja umestne?
- 6 **Borzna ocena pred koncem sveta**
Ocena donosnosti delnic na razvitih kapitalskih trgih v naslednjem desetletju.
- 9 **V delnice brez vročih naložbenih zgodb**
V Sloveniji najbolj vroče naložbene zgodbe so v času krize najbolj odpovedale. Čas je za močno razpršitev.
- 10 **Krovni skladi prinašajo dodatne davčne ugodnosti**
Čeprav obdavčitev kapitalskih dobičkov ni prva skrb investorjev v tem trenutku, bo nekega dne spet pomembna.
- 11 **Garancija in visoka donosnost se izključujeta**
Ceni garancije se ne moremo izogniti.
- 13 **Kotiček za začetnike: 35 naložbenih nasvetov za dobre in slabe čase**
Da se zavarujete pred naložbeno katastrofo, ni potreben doktorat znanosti.
- 15 **Naša opozorila iz časov borzne evforije**
V časih evforije smo bili eni redkih, ki smo opozarjali.

Razlogi proti borznemu potopu

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

O aktualni finančni krizi in vzrokih zanjo je bilo napisanih in izrečenih že veliko mnenj vseh vrst. Dejstvo je, da je vsaka kriza drugačna od prejšnjih, vsaka se v času svojega poteka hitro zdi najhujša od vseh dotlej in vsaka dobi pospešek tudi zaradi psiholoških dejavnikov. Za krize je značilno tudi, da jih le malokdo vnaprej napove. Tako kot je težko dovolj zanesljivo napovedati nastanek krize, je težko napovedati tudi njen razplet. Ta je lahko slabši ali boljši od ocen, je pa v časih, ko se prihodnost zdi zelo črna, težko najti optimiste.

Je do pretiravanja prišlo tudi na borzah?

Danes je jasno, da so finančno krizo povzročili raznovrstni ekscesi v finančnem in nepremičniškem sektorju. Vendar pa, kot pišem v drugem prispevku v tem biltenu, do ekscesov ni prišlo na borzah. **Delnice na svetovnih razvitih kapitalskih trgih pred to krizo niso bile precenjene.** Drugo danes znano dejstvo je, da so delniški tečajji po svetu izjemno močno padli, pri čemer so najbolj utpele škodo naložbene zgodbe, ki so bile med slovenskimi investitorji pred krizo najbolj priljubljene: Balkan, Kitajska, Rusija, Slovenija in drugi trgi v razvoju (na teh trgih je tudi dejansko prišlo do ekscesov).

Izjemni borzni padci na razvitih kapitalskih trgih, ki so se praktično prvič v zadnjih stotih letih v tolikšni

meri zgodili brez borznega balona pred tem, so oziroma bodo **upravičeni le v primeru, da bo gospodarska kriza, ki bo sledila, izjemno huda in bo vsaj mejila na gospodarsko depresijo.**

Ključno vprašanje pri tem je, ali so ekscesi v finančnem in nepremičniškem sektorju v zadnjem desetletju ali dveh povzročili balon dobičkov v gospodarstvu kot celoti ter ali bo proces zmanjševanja vzvoda finančnega sektorja (delevering) povzročil trajno zmanjšanje dobičkov v gospodarstvu in/ali trajno zmanjšanje stopnje gospodarske rasti kot posledico zmanjšanja stopnje rasti produktivnosti. Pri iskanju odgovorov na to vprašanje sem si pomagal z zelo dolgoročno zgodovino, kajti nekaj desetletij je za ta namen premalo.

Graf 1 kaže indeks splošne realne donosnosti (torej prilagojene za inflacijo) ameriških delnic v zadnjih 208 letih na logaritemski lestvici.

Prevod na logaritemsko lestvico je nujen, saj zaradi učinka obrestnoobrestnega računa trend preučimo le na ta način (če tega ne bi storili, bi dobili značilno krivuljo eksplozivne rasti, ki ne da nobene uporabne informacije). **Iz grafa lahko razberemo več zanimivih ugotovitev:**

– **Do treh doslej največjih padcev delniških tečajev v zadnjih stotih letih** (čas gospodarske depresije v 30. letih prejšnjega stoletja, čas prvega naftnega šoka in stagflacije v 70. letih

Izjemni borzni padci na razvitih kapitalskih trgih so oziroma bodo upravičeni le v primeru, da bo gospodarska kriza, ki bo sledila, izjemno huda in bo vsaj mejila na gospodarsko depresijo.

prejšnjega stoletja ter pok tehnološkega balona v začetku tega tisočletja) **je prišlo po izrazito nadpovprečnih vrednostih delnic v letih pred tem.** V vseh treh primerih so ravni delniških tečajev pred krizo dolgoročni trend rasti močno presegle (stopnja preseganja na logaritemski skali ni videti tako izjemno visoka, kot je dejansko bila).

– **Pred tokratnimi izjemnimi padci ekscesov ni bilo, delniški tečajji pa so padli močno pod dolgoročni trend rasti.** Padec pod ta trend se je zgodil tudi

v primeru prvih dveh navedenih šokov (gospodarska depresija in naftni šok), po izjemnem poku tehnološkega balona v začetku tega desetletja pa tečajji pod ta trend niso padli. Danes ta »amortizer« lahko razložimo tudi z zelo ekspanzivno monetarno politiko v letih po tem, ki je pripomogla tudi k aktualni krizi. S tega vidika lahko krizi tudi združimo.

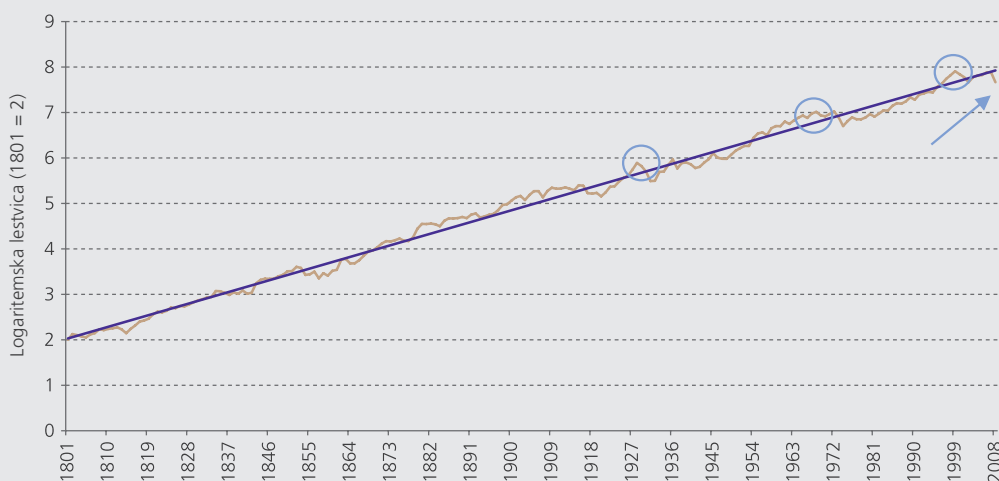
– **Dolgoročni trend rasti delniških tečajev je zelo jasen in značilen, v dvestotih letih pa se kljub občasnim večjim borznim balonom in borznim šokom ni spremenil.** Če se ni spremenil v dvestotih letih, bodo morali biti razlogi za spremembo v prihodnosti izjemno močni.

Kaj pa pretiravanja pri stopnji rasti dobičkov gospodarstva?

Za natančnejši odgovor na vprašanje glede ekscesov na dobičkovni strani enačbe moramo pogledati tudi vrednotenje delnic. Graf 2 na naslednji strani kaže gibanje kazalnika P/EBIT za ameriški delniški trg; ta kazalnik pove, koliko denarnih enot so investitorji pripravljeni plačati za eno denarno enoto operativnega dobička. **Nadpovprečne ravni tega kazalnika lahko kažejo na precenjenost delnic, podpovprečne pa na podcenjenost. Tudi ta slika da več koristnih informacij:**

– **V primeru vseh treh velikih šokov pred aktualnim je bila raven kazalnika P/EBIT izrazito nadpovprečna** (opozorilo: visoka raven tega kazalnika je lahko tudi posledica kratkoročno izjemno zatrtih dobičkov, kot je bilo sredi 30. let prejšnjega stoletja v času razpletanja gospodarske depresije).

→ Graf 1: Indeks realne donosnosti ameriških delnic v 208 letih



Vir podatkov: JeremySiegel.com.



– Kazalnik P/EBIT je v primerjavi s stopnjo rasti delnic zgodovinsko izkazoval šibek trend rasti, kar pa je v veliki meri tudi posledica padanja splošne ravni obrestnih mer in torej upravičeno (več o tem v ločenem prispevku).
 – Šibek trend rasti kazalnika P/EBIT potrjuje, da je bila stopnja rasti delniških tečajev le nekoliko višja od dolgoročne stopnje rasti operativnih dobičkov na delnico.
V zadnjem desetletju ali dveh, ko je prišlo do povečanja finančnega vzvoda v finančnem sektorju, večjih ekscesov tudi pri rasti operativnih dobičkov gospodarstva kot celote ni bilo.

Čprav je torej v zadnjem desetletju nedvomno prišlo do ekscesov v finančnem sektorju, do ekscesov pri rasti dobičkov gospodarstva kot celote in/ali delniških tečajev ni prišlo.

– Pred tokratno krizo je bilo vrednotenje delnic povsem normalno, še zlasti če upoštevamo nizko raven splošnih obrestnih mer.

Kriza strahu

Čprav je torej v zadnjem desetletju nedvomno prišlo do ekscesov v finančnem sektorju, do večjih ekscesov pri rasti dobičkov gospodarstva kot celote in/ali delniških tečajev ni prišlo. Trenutne ravni delniških tečajev so občutno pod dolgoročnim trendom, kar je bilo značilno tudi po večini borznih šokov v preteklosti.

Padci delniških tečajev, ki smo jim bili priča v zadnjem letu, in izjemno nizka donosnost delnic v zadnjem desetletju bodo upravičeni le v primeru izjemno hude gospodarske depresije, ki bo na gospodarsko rast in na razmerja delitve (zmanjšanje deleža dobičkov v bruto družbenem proizvodu) vplivala izrazito dolgoročno. Menim, da je to ne glede na resnost aktualne krize malo verjetno, kajti centralne banke in države imajo na razpolago dovolj vzvodov za preprečitev najhujšega, od katerih jih veliko (nikakor pa ne celotnega razpoložljivega arsenala) že uporabljajo. Aktualna kriza je v pomembni meri kriza strahu, ki priložnost za nadpovprečne zasluzke daje predvsem dolgoročnim

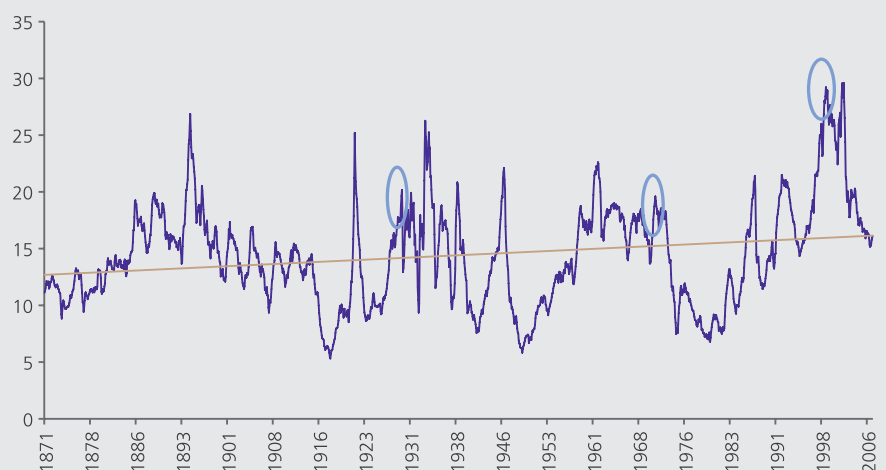
investitorjem. Ker zaradi strahu, paničnih razprodaj in razprodaj v sili (zlasti s strani institucionalnih investorjev v težavah, vključno s hedge skladi) na kratek rok tudi dodatnih večjih padcev delniških tečajev na razvitih kapitalstskih trgih ne moremo izključiti, **je delniške pozicije v naslednjih dveh letih smiselno povečevati postopoma.**

Ocenjujem torej, da bodo investitorji v delnice v roku desetih let nagrajani bolje, kot si danes, v dobi strahu, upajo napovedati. Pri tem ni nepomemben podatek, da je celo v zloglasnem obdobju gospodarske depresije 1928–1938 realna donosnost delnic znašala nič odstotkov. Takšna donosnost bi se v obdobju 2007–2017 zgodila, če bi investitor od te točke naprej ustvaril 74-odstotno realno donosnost, ta desetletka pa bi bila kljub temu zaznamovana kot ena najslabših v sodobni zgodovini kapitalstskih trgov. Verodostojnih razlag, ki bi napovedovale gospodarsko depresijo, hujšo od gospodarske depresije prejšnjega stoletja, kljub danes na splošno velikemu (in do določene mere povsem upravičenemu) pesimizmu še nisem zasledil.

Ne glede na vse povedano pa **naj noben investitor ne pozabi na ključno pravilo investiranja: prevzemanje tveganja v skladu s finančnimi in psihološkimi mejami tolerance.** S tega vidika je pomembno tudi vprašanje, koliko današnjih investorjev bo igro živcev v teh izjemno turbulentnih časih sploh zdržalo.

Opomba: Uvodnik dopolnjujem s prispevkom *Borzna ocena pred koncem sveta.*

→ **Graf 2: Razmerje med cenami delnic in operativnimi dobički za delnico v ZDA**



Vir: JeremySiegel.com.

Velika depresija pred vrati?

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

Mnogi medijski strokovnjaki po nedavnih strmih padcih delniških tečajev napovedujejo podoben scenarij, kot se je uresničil konec dvajsetih let prejšnjega stoletja, ko je prišlo do »velike depresije«, ki zlasti po zaslugi stečaja dunajske banke Creditanstalt ni zaobšla niti naših krajev. Namen tega pregleda je prikazati, kako je trenutna situacija po ključnih lastnostih različna od takratne.

Zakaj se je depresija sploh zgodila?

V osmih letih pred zlomom newyorške borze oktobra 1929 (t. i. »roaring twenties«) je borzni indeks Dow Jones dosegel donosnost **+497** odstotkov. To je veliko več, kot je znašala donosnost istega borznega indeksa v obdobju oktober 2002–oktober 2007 (**+94** odstotkov), ko je bil dosežen nedavni vrh.

Hitrost in višina borznih padcev sta bili tudi v tedanji dobi, kljub temu da so informacije krožile nekoliko počasneje (kapitalski trgi so bili sicer podobno medsebojno povezani), **znatno večji** kot v zadnjem letu. Borzni indeks je leta 1929 v dveh mesecih izgubil 48 odstotkov, medtem ko je tokrat borzni indeks Dow Jones v precej daljšem obdobju enega leta izgubil 40 odstotkov.

Države in centralne banke v letu 1929 skoraj niso reagirale na težave. Kljub

temu, da je po paniki leta 1907 koncept »posojilodajalca v skrajni sili« postal splošno sprejet, so imele centralne banke z zlatim standardom (pri čemer se je takratna največja izvoznica kapitala Velika Britanija ravno leta 1929 vrnila k predvojnemu **zlatemu standardu** in s tem neposredno zmanjšala globalno količino denarja v obtoku) in z omejitvijo pooblastil zvezane roke, zato **niso mogle ali smele ukrepati**. Tako je na primer ameriška zakonodaja dovoljevala centralni banki posojanje denarja zgolj kot multiplikator fizičnega zlata. V obdobju visoke gospodarske rasti v dvajsetih letih je bila ameriška centralna banka ves čas na zgornji meji dovoljenih posojanj, tako da ob nastopu borzne in **zlasti pozneje bančne panike ni mogla ukrepati** oziroma je delno ukrepala šele po letu 1933. Celo več, ljudje so v razmerah deflacije kupovali zlato od centralne banke, kar je še dodatno pospešilo upadanje denarne

Centralne banke so se po mnenju mnogih v tridesetih letih prejšnjega stoletja izkazale kot premalo odločne, pri čemer so reagirale prepozno in z intervencijami prehitro odnehale.

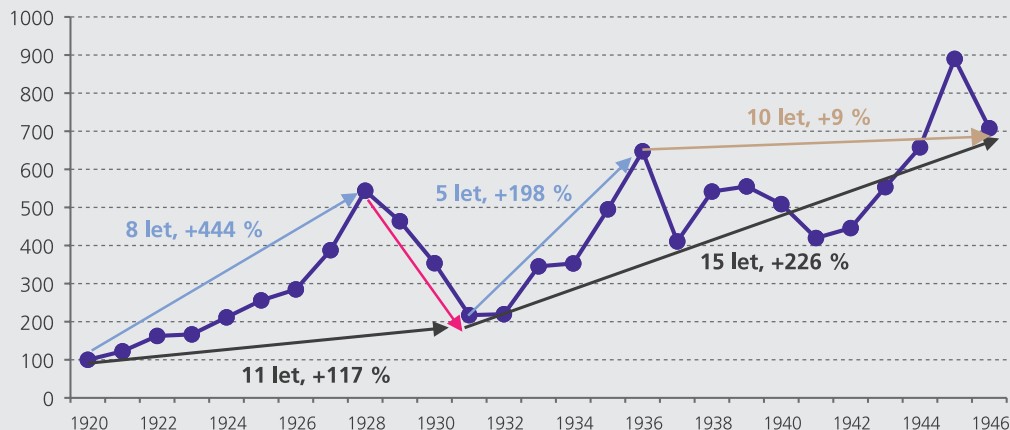
mase. **Centralne banke danes niso več pripete na »zlato križ«**, kot se je slikovito izrazil že leta 1896 ameriški predsedniški kandidat Bryan, in lahko **skoraj prosto odobravajo posojila**.

Centralne banke so se po mnenju mnogih v tridesetih letih prejšnjega stoletja **izkazale kot premalo odločne, pri čemer so reagirale prepozno in z intervencijami prehitro odnehale** (monetaristi, zlasti Friedman, vidijo glavni vzrok krize v zmanjšanju denarne mase, predvsem zaradi propadov bank). Dandanašnje centralne banke imajo za sabo že izkušnjo z veliko depresijo, poleg tega pa je ravno trenutni guverner ameriške centralne banke, Ben Bernanke, eden največjih strokovnjakov za centralno bančništvo v tem obdobju. Ravno on je kot ključni razlog za nadaljnjo poglobitev gospodarske krize definiral **problem dolžnikov v obdobju deflacije**, do katere je prišlo v naslednjih letih **zaradi krčenja denarne mase**. Še posebej zato je danes pomembno, da se baza depozitov kot ena od osnov za denarno maso tudi v primeru propadov komercialnih bank ohranja, bodisi z državno garancijo bodisi s prisilnim prenosom ali pokroviteljsko prodajo drugim bankam.

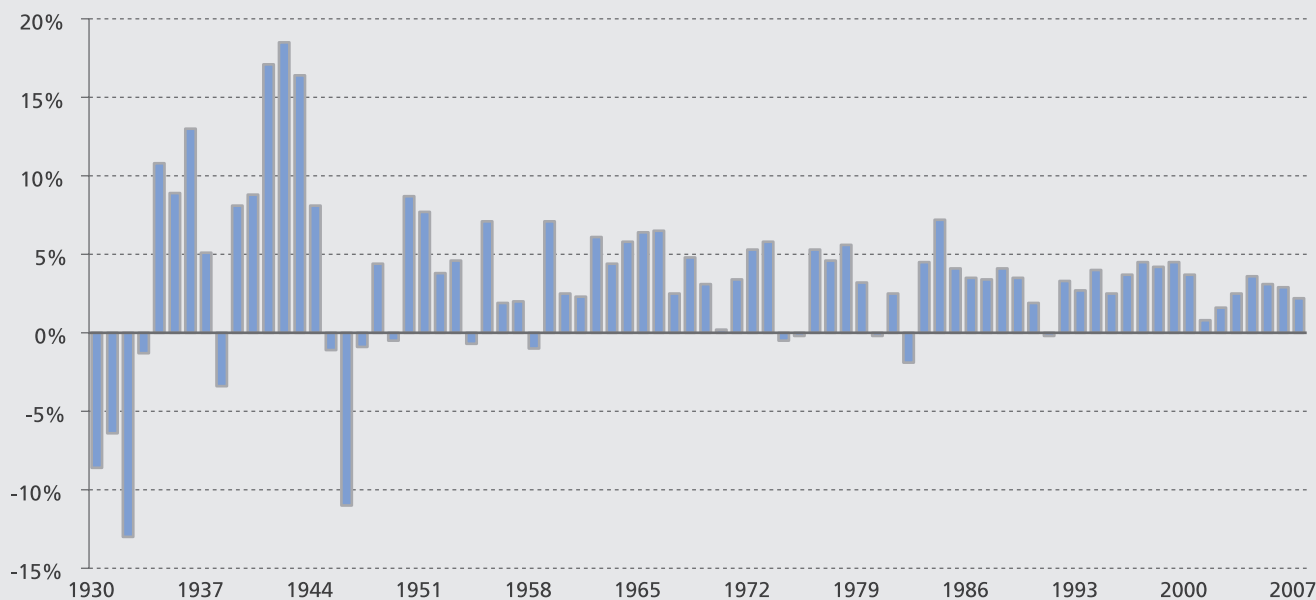
Vztrajnost velike depresije

Velika depresija izstopa tudi po svoji vztrajnosti, saj lahko poleg »črnega torka« in drugih dogodkov v letu 1929 identificiramo še dva **večja borzna zloma**; najprej v obdobju 1930–1932, ko je prišlo do najhujših dogodkov (borzni indeks Dow Jones je izgubil 86 odstotkov, kar je primerljivo z rusko krizo konec prejšnjega desetletja), in pozneje skoraj polovično zmanjšanje vrednosti delnic v letih 1937–1938. Ključna dogodka v tem času sta poleg krčenja denarne mase, ki je vodilo v splošno zmanjšanje vrednosti vseh naložb, **množično propadanje bank**,

→ Graf 1: Gibanje realne vrednosti ameriških delnic, upoštevaje dividendno donosnost (konec leta 1920=100); vrednosti konec koledarskega leta



Vir: JeremySiegel.com.



Vir: NBER.

ki ga centralne banke niso mogle oziroma zmogle preprečiti (leta 1931 je propadel tudi Creditanstalt), in **protekcioniistično-nacionalistična politika**, ki so jo spremljali skokovit upad mednarodne trgovine, meddržavni spori (npr. francoska zasedba Porurja) in oboroževalna tekma. V tem času so se **povprečne carinske stopnje**, ki so jih ZDA zaračunavale, **podvojile** s 25 na 50 odstotkov (ob današnjih carinskih stopnjah tudi podvojitve carin ne bi imela niti približno podobnega učinka kot pred 80 leti).

Ne nazadnje pa velja omeniti tudi keynesiansko razlago velike depresije. Osnovna ideja te razlage je, da je bil ključni problem pre nizko agregatno povpraševanje **zlasti zaradi odsotnosti zasebne potrošnje in**

investiranja, kar se je, denimo, pokazalo v visoki brezposelnosti (v razvitem svetu je bila približno 25 odstotkov). Posledično bi bilo ljudi treba zaposliti in jim dati prihodke, ki bi jih ti porabili ter tako vzpostavili povpraševanje in s tem gospodarsko rast. **To je bila osnovna ideja New Deala iz leta 1933** (ali pa japonske mostogradnje izpred desetih do petnajstih let, ki pa vsaj za delničarje ni bila najboljša).

In kako je danes?

Politični akterji se v času aktualne krize ustrezno osredotočajo na monetarno politiko. Krize so bile na **kapitalskih trgih dokaj pogoste** tudi po obdobju velike depresije (spomnimo se le leta 1987 ali pa poka internetnega balona). Vendar pa so predvsem **ustrezni**

odzivi bank, zlasti centralnih, omogočili, da se posledice niso prenesle v realno ekonomijo. In ravno **preprečevanje poglabljanja težav v realni ekonomiji** (obubožani dolžniki, propadle banke, protekcionizem, vojne) je cilj, ki ga moramo uresničiti, da bodo donosnosti finančnih naložb podobne normalnim. Ocenim lahko, da so izpolnjeni vsi pogoji, da bomo lahko čez pet ali deset let na trenutno krizo na finančnih trgih gledali podobno kot na krizi v letih 1901 in 1907 ali pa nekoliko bližji krizi iz let 1987 in 2001. Torej kot na tiste krize, ki **osmislijo izraz premija za tveganje**, ko govorimo o donosnosti delnic. **Vzporednice z gospodarsko depresijo v tridesetih letih prejšnjega stoletja pa so močno pretirane.**

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., upravlja vzajemne sklade NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad evropskih delnic, NLB Skladi – Sklad obveznic, NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Kombinirani sklad, NLB Skladi – Kombinirani sklad Nove Evrope, NLB Skladi – Dinamični sklad delnic, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, NLB Skladi – Naravni viri, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo, NLB Skladi – Visoka tehnologija, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški in NLB Skladi – Globalni delniški sklad. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov opravljata na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana, in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o vzajemnih skladih so vsebovani v prospektih vzajemnih skladov z vključenimi pravili upravljanja in v izvečkih prospektov vzajemnih skladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja posameznega vzajemnega sklada morajo družba NLB Skladi oziroma osebi, ki tržita in prodajata investicijske kupone vzajemnih skladov, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta vzajemnega sklada, na zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt z vključenimi pravili upravljanja, zadnje objavljeno revidirano letno in polletno poročilo vzajemnega sklada. Dokumenti vzajemnih skladov ter druga gradiva, podatki in informacije o vzajemnih skladih so vlagateljem dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana, in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Družba NLB Skladi objavlja podatke o gibanju vrednosti enote premoženja vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana, in Banke Celje d.d. Zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov in prihodnosti. Donosnost naložbe v posamezni vzajemni sklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov vzajemnega sklada ter uspešnosti družbe NLB Skladi pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada. Zaradi neugodnih gibanj tečajev vrednostnih papirjev in valut obstaja možnost, da vlagatelj med varčevanjem ne dobi povrnjenih vseh sredstev, ki jih je vložil v investicijske kupone posameznega vzajemnega sklada. Narava tveganosti vzajemnega sklada NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški je 10, vzajemnih skladov NLB Skladi – Dinamični sklad delnic, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, NLB Skladi – Visoka tehnologija in NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 9, vzajemnih skladov NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Naravni viri in NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo 8, vzajemnih skladov NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad evropskih delnic, NLB Skladi – Kombinirani sklad Nove Evrope in NLB Skladi – Globalni delniški sklad 7, vzajemnega sklada NLB Skladi – Kombinirani sklad 5 ter vzajemnega sklada NLB Skladi – Sklad obveznic pa 4, pri čemer ocena 1 pomeni zelo nizko tvegano naložbo, ocena 3 nižje tvegano naložbo, ocena 5 srednje tvegano naložbo, ocena 7 višje tvegano naložbo, ocena 10 pa visoko tvegano naložbo. Najvišji vstopni stroški vzajemnih skladov NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad evropskih delnic, NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Dinamični sklad delnic, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, NLB Skladi – Naravni viri, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo, NLB Skladi – Visoka tehnologija, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški in NLB Skladi – Globalni delniški sklad znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, vzajemnega sklada NLB Skladi – Sklad obveznic 1,50 % vrednosti investicijskega kupona, vzajemnih skladov NLB Skladi – Kombinirani sklad in NLB Skladi – Kombinirani sklad Nove Evrope pa 2,25 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški vzajemnih skladov NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad evropskih delnic, NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Dinamični sklad delnic, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, NLB Skladi – Naravni viri, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo, NLB Skladi – Visoka tehnologija, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški in NLB Skladi – Globalni delniški sklad znašajo 1,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški vzajemnega sklada NLB Skladi – Sklad obveznic pa znašajo 0,50 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Vzajemni skladi družbe NLB Skladi niso bančna storitev in ne prinašajo zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v vzajemne sklade tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah.

Naše ocene so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere menimo, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javna ponudba vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. NLB in družba NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem biltenu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (invali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljski nasip 6, Ljubljana oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljev niso bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Borzna ocena pred koncem sveta

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

V tem prispevku bom skušal odgovoriti na vprašanje, ali so bili izjemno visoki padci delniških tečajev na svetovnih razvitih kapitalskih trgih v zadnjem letu upravičeni, na tej osnovi pa bom podal tudi oceno pričakovane donosnosti delnic za dolgoročnega investitorja.

Padec delniških tečajev je upravičen v dveh primerih:

- A) delnice so bile pred padci precenjene (prišlo je do borznega balona);
- B) zaradi novih razpoložljivih informacij se je notranja vrednost (intrinsic value) delnic zmanjšala, posledično pa je sledilo tudi zmanjšanje tržne cene (cene na borzi).

Je pred krizo prišlo do borznega balona?

Čeprav je vsaka kriza posebna, so v času vsake krize aktualne primerjave s prejšnjimi krizami. **Borzne padce na razvitih kapitalskih trgih v zadnjem letu lahko po dimenziji primerjamo s tremi šoki v zadnjih stotih letih:**

- gospodarsko depresijo v tridesetih letih prejšnjega stoletja;
- prvim naftnim šokom in stagflacijo v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja;
- pokom tehnološkega balona in terorističnimi napadi v začetku tega stoletja.

Tovrstni šoki so redki, smola sodobnih investitorjev po svetu pa je, da se je močan šok zgodil že drugič v zadnjem desetletju. Ker je kriza na borzah nastopila zaradi ekscesov v

finančnem sektorju (povezano z ekscesi v nepremičninskem), so aktualne tudi vzporednice s krizo bančnega sektorja na Švedskem in na Japonskem v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. V vseh teh primerih so delniški tečaji močno padli.

Do borznega balona je prišlo v vsaj štirih izmed petih navedenih primerov (možna izjema je bil čas prvega naftnega šoka in stagflacije). To sicer ne pomeni, da so borzni baloni oziroma njihovi poki krizo zakrivali, z vidika presojanja ustreznosti prostega pada delniških tečajev pa je vprašanje njihovega obstoja pred padcem pomembno. **V navedenih štirih primerih je bila donosnost delnic v desetletju pred tem izjemna, vrednotenja delnic, merjena z relativnimi kazalniki vrednotenja, pa so bistveno presegle 10- in 20-letno zgodovinsko povprečje.** Na ameriških borzah so delniški tečaji v desetih letih pred gospodarsko depresijo realno porasli za izjemnih 444-odstotkov, kazalnik P/EBIT, ki kaže, koliko so investitorji pripravljeni plačati za eno denarno enoto operativnega dobička, pa je porasel na 1,7-kratnik povprečne vrednosti kazalnika v dvajsetih letih pred tem. Do podobnega razmerja je ta kazalnik porasel tudi v času pred pokom tehnološkega balona, delnice v svetu pa so v desetih letih pred tem prinesle izrazito nadpovprečno, 235-odstotno donosnost (13 odstotkov letno). Do še hujših ekstremov je prišlo na Japonskem. Japonske delnice so v desetih letih pred krizo prinesle izjemnih 630 odstotkov (22 odstotkov nominalno letno).

v dvajsetih letih pred tem pa izjemnih 2.167 odstotkov (17 odstotkov nominalno letno). Zgodil se je tudi nepremičninski balon, ki pa je bil neprimerno večji, kot je bil aktualni nepremičninski balon v ZDA. Do izjemne rasti delniških tečajev je prišlo tudi pred švedsko finančno krizo (preko 1.200-odstotna donosnost delnic v desetih letih).

Delnice na razvitih svetovnih kapitalskih trgih so v desetih in dvajsetih letih pred aktualno krizo prinesle celo podpovprečnih 7 odstotkov nominalno letno.

Delnice na razvitih svetovnih kapitalskih trgih so v desetih in dvajsetih letih pred aktualno krizo prinesle celo podpovprečnih 7 odstotkov nominalno letno, tržno razmerje med ceno delnic in operativnimi dobički na delnico pa je bilo pred krizo celo pod povprečjem zadnjih dvajsetih let (in to v razmerah izjemno nizkih obrestnih mer, kar je pri razlagi tovrstnih kazalnikov v času nujno treba upoštevati).

Dejstvo, da borznega balona ni bilo, samo po sebi še ne pomeni, da padci niso bili upravičeni. Vendar pa je dobra novica za investitorje, da so večji padci lahko upravičeni predvsem zaradi težav z imenovalcem (dobički), ne pa zaradi težav s števcem (prekomerne cene delnic glede na dobičke pred padci).

Od kod dvajset tisoč milijard evrov izgub?

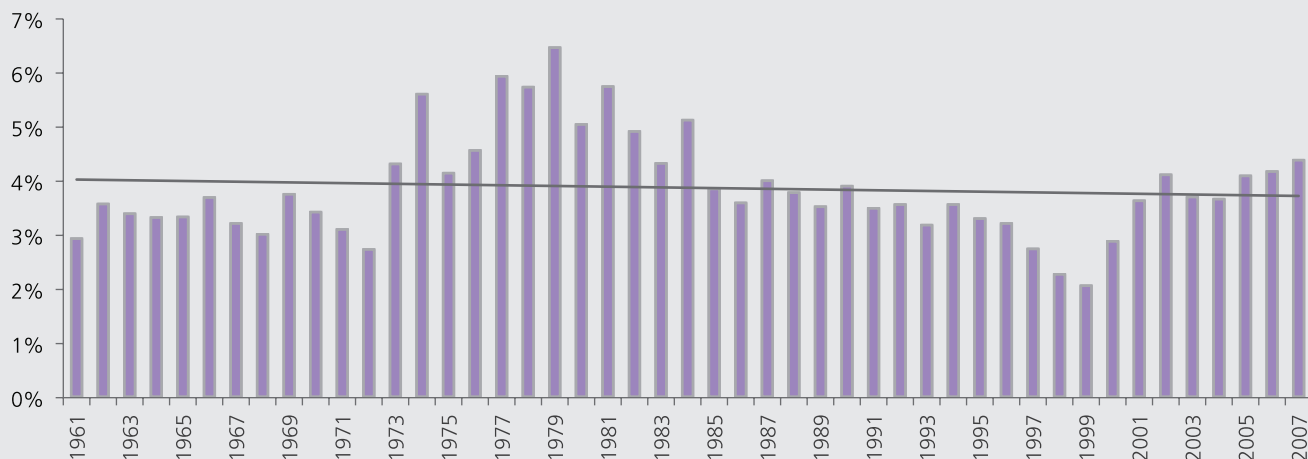
Svetovna tržna kapitalizacija delnic se je v dobrem letu dni skoraj prepolovila. **Del svetovnega gospodarstva, ki kotira na borzi, se vrednoti za 20 tisoč milijard evrov (20.000.000.000.000 EUR) manj kot pred krizo.** Če k temu dodamo še vrednost pomembnega dela gospodarstva, ki na borzi ne kotira in katerega cena se je zmanjšala v podobni meri, dobimo srhljivo številko, ob kateri se nekaj tisoč milijard evrov, ki jih države namenajo za reševanje finančnega sistema, zdi skorajda drobiž.

Upošteva je izhodišče, da borznega balona pred krizo ni bilo, so bili **ti**

→ **Tabela 1: Borze pred najhujšimi krizami in po njih v zadnjih stotih letih**

Kriza	Največja izguba v času krize	Donosnost 10 let pred krizo	Donosnost 10 let po krizi
Gospodarska depresija ZDA (1929–1932)	-86 %	393 % (17,3 % letno)	235 % (12,9 % letno)
Prvi naftni šok (1973–1974)	-40 %	162 % (10,1 % letno)	273 % (14,1 % letno)
Švedska kriza (1990–1992)	-41 %	1232 % (29,6 % letno)	199 % (11,6 % letno)
Japonska kriza (1990–1998)	-58 %	629 % (22,0 % letno)	14 % (1,3 % letno)
Pok tehnološkega balona (2000–2002)	-47 %	229 % (12,6% letno)	?
Aktualna finančna kriza (2007–?)	-44 % (do 21. 10. 08)	96 % (6,9% letno)	?

Vir: MSCI Barra, JeremySiegel.com.



Vir: New York University.

izjemni padci upravičeni le v primeru, da se je notranja vrednost delnic kot posledica finančne in/ali gospodarske krize močno zmanjšala. Notranja vrednost delnice se lahko zmanjša kot posledica naslednjih sprememb:

- padca dobičkov in/ali padca njihove dolgoročne stopnje rasti;
- povečanega naložbenega tveganja delnic (in posledično višje zahtevane premije za tveganje delnic);
- dolgoročnega povečanja realnih obrestnih mer nizko tveganih naložb.

Lotimo se najprej vprašanja dobičkov. Padec dobičkov (z izjemo finančnega sektorja) za zdaj ni bil dramatičen. Tako so za letošnje leto analitiki po svetu, denimo, napovedovali 11-odstotno rast dobičkov evropskih

bil takšen padec na dolgi rok **možen le v primeru izjemne dolgoročne gospodarske krize ali nove komunistične revolucije.** Čisti dobički so sestavni del bruto družbenega proizvoda, v 20. stoletju pa so, denimo, v ZDA v povprečju rasli po podobni stopnji, kot je znašala stopnja rasti BDP. Čeprav so čisti dobički kratkoročno in srednjeročno nadpovprečno dinamičen (volatilen) sestavni del BDP (precej bolj kot denimo dohodki prebivalstva), je malo verjetno, da bi dolgoročno padli za 45 odstotkov.

Drugi opravičljivi razlog za visoke padce delniških tečajev je lahko zmanjšanje pričakovane dolgoročne stopnje svetovne gospodarske rasti in posledično dolgoročne stopnje rasti

dobičkov. Danes med ekonomisti v svetu ni več dvomov, da bo recesija nastopila (mnenja se razlikujejo predvsem v stopnji in trajanju recesije), vendar pa razlag, ki bi utemeljile dolgoročni padec svetovne gospodarske rasti pod 2 odstotka (in občutno pod povprečno stopnjo rasti v sodobni zgodovini), še nisem zasledil. **Zakaj 2 odstotka?** Delnice ob normalni tekoči dividendni donosnosti v višini treh odstotkov (trenutna upošteva odupe lastnih delnic znaša precej več, zato je ta predpostavka realistična tudi v primeru večjega kratkoročnega padca dobičkov) **prinašajo 5-odstotno realno letno donosnost že ob predpostavki 2-odstotne realne gospodarske rasti** (takšna je bila tudi povprečna realna letna donosnost delnic v svetu v 20. stoletju) in ohranjanja deleža dobičkov v BDP.

Del svetovnega gospodarstva, ki kotira na borzi, se vrednoti za 20 tisoč milijard evrov (20.000.000.000.000 EUR) manj kot pred krizo.

podjetij, trenutna konsenzualna ocena (z doslej dostopnimi informacijami) pa napoveduje 5-odstotni padec. To pomeni, da analitiki po svetu ocenjujejo, da bodo dobički evropskih podjetij konec leta 2008 dobrih 15 odstotkov nižji, kot so pričakovali pred letom dni. To nedvomno je razlog za splošni padec delniških tečajev. Vendar pa bodo ob predpostavki, da pred krizo borznega balona ni bilo, 45-odstotni padci delniških tečajev, ki so se zgodili, **upravičeni le v primeru, da bodo dobički svetovnih korporacij na dolgi rok padli za izjemnih 45 odstotkov.** Čeprav je povsem možno, da bodo dobički v takšni meri padli kratkoročno ali srednjeročno, pa bi



Tretji možni razlog za izjemno visoke padce delniških tečajev je pričakovana rast realnih obrestnih mer za nizko tvegane naložbe, kot so državne obveznice in zakladne menice držav z najvišjo boniteto. Menim, da se bodo zaradi grožnje deflacije (zaradi izjemnih padcev cen naravnih virov in padcev tržne vrednosti premoženja) in gospodarske recesije realne obrestne mere celo še dodatno znižale, znižanje pa ne bo le kratkoročnega značaja. **To pomeni, da bi morala vrednost delnic iz tega naslova kvečjemu porasti.**

Menim, da je povečane te t. i. »premije za strah« pomemben razlog za izjemne padce delniških tečajev po svetu v zadnjem letu, pri čemer pa je ta razlog le delno opravičljiv.

Četrty možni razlog za izjemno visoke padce delniških tečajev v svetu je lahko povišana premija za tveganje delnic (zahtevana donosnost delnic nad donosnostjo dolgoročnih državnih obveznic). **Menim, da je povečanje te t. i. »premije za strah« pomemben razlog za izjemne padce delniških tečajev po svetu v zadnjem letu, pri čemer pa je ta razlog le delno opravičljiv.** Premija za tveganje delnic se za dolgoročnega investitorja zelo redko pomembneje spremeni (stopnja

nihanja letnih donosnosti ameriškega borznega indeksa na primer v zadnjih 200 letih ni izkazala niti trenda rasti niti padca). Pomemben razlog za izjemen padec delniških tečajev po roku tehnološkega balona je bila tudi podcenjena premija za tveganje, ki je v ZDA v letu 1999 padla na 2 odstotka ali le na dobro polovico zgodovinskega povprečja te premije v zadnjih petdesetih letih (tedaj so to upravičevali s sloganom »nova doba«). **V letu 2007, pred aktualno krizo, je ta premija znašala 4,4 odstotka, kar je bilo celo nad zgodovinskim povprečjem 3,9 odstotka.** Premija je bila v zadnjih 50 letih višja le v času drugega naftnega šoka (v letih 1977 do 1982 je v povprečju dosegla 5,6 odstotka), v letih po tem pa je tudi kot posledica nižanja prekomerne premije sledila nadpovprečna rast delniških tečajev (v desetih letih, ki so sledila, v povprečju 12,5 odstotka letno).

Trenutna nadpovprečno visoka premija za tveganje delnic je v pomembni meri psihološke narave in posledica povečane zahtevane premije za tveganje tistih investitorjev, katerih horizont investiranja je kratkoročen ali srednjeročen. Pomemben del teh investitorjev je delnice v času krize panično prodajal, ker ni zdržal psihološkega pritiska (pri tem so prednjačili zasebni investitorji) ali ker je delnice moral prodajati (pri tem so prednjačili institucionalni investitorji v težavah).

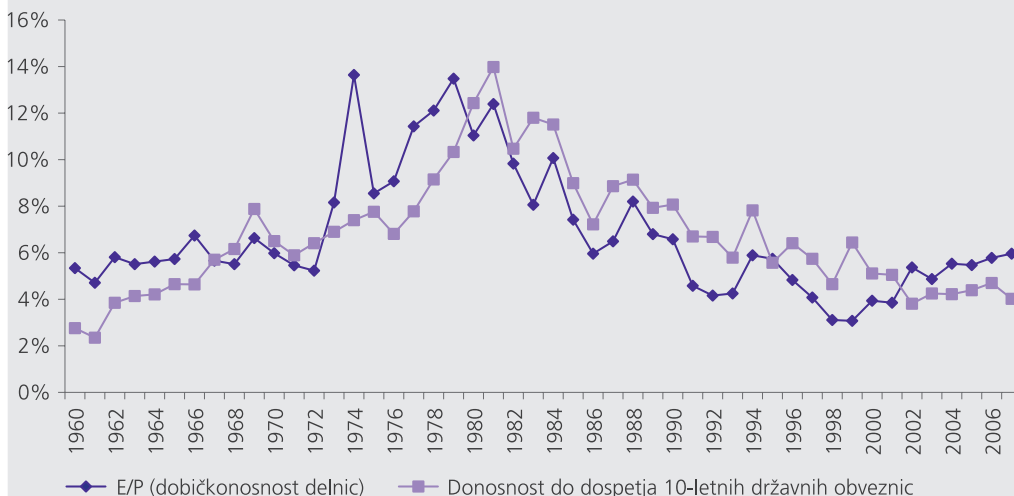
Ocena za dolgoročnega investitorja

Ocenjujem, da so bili padci delnic na razvitih kapitalskih trgih v svetu v zadnjem letu v pomembnem delu upravičeni, vendar pretirani. Menim, da so dolgoročni padci dobičkov prek 45 odstotkov, visoka rast realnih obrestnih mer za nizko tvegane naložbe in upočasnitev dolgoročne povprečne gospodarske rasti pod 2 odstotka letno malo verjetni oziroma so možni le v primeru hujše gospodarske depresije. Kljub temu, da so razvita svetovna gospodarstva najverjetneje že zašla v recesijo, ki je lahko tudi hujše oblike in dolgotrajnejša, menim, da bodo ukrepi držav in centralnih bank po svetu hujši scenarij preprečili. Tudi zato, ker so padanja cen naravnih virov in nadomestitev inflacijskih groženj z grožnjo deflacije odprli možnost za ekspanzivno monetarno in fiskalno politiko.

Vrednotenja delnic po svetu so danes z vidika dolgoročnega investitorja ugodna, v pomembni meri zaradi povišane zahtevane premije za tveganje investitorjev, katerih naložbeni horizont ni dolgoročen. **Ta višja premija pa pravzaprav pomeni, da je pričakovana donosnost delnic za dolgoročne investitorje višja in ne nižja, kot je bila pred krizo. To je imel verjetno v mislih tudi Warren Buffett,** ko je v času največje panike na trgu podal oceno (takšno oceno pa javno redko poda), da so ameriške delnice poceni in da »so slabe novice investitorjev prijatelj, ker investitorju omogočajo poceni nakupe«. Seveda je mislil na dolgoročne investitorje, **hkrati pa poudaril, da so na kratek rok možni tudi večji dodatni padci, ki pa niso največja skrb dolgoročnega investitorja.** Kratkoročnih borznih gibanj namreč ni mogoče verodostojno napovedati, saj na kratki rok na borzi dominirajo psihološki, spekulativni in tehnični dejavniki, ki se na dolgi rok nevtralizirajo.

Na osnovi povedanega ocenjujem, da bodo delnice na razvitih kapitalskih trgih v naslednjih desetih letih prinesle nadpovprečno donosnost v višini 9,5 odstotka letno ali 7,0 odstotka realno. To je več, kot znaša normalna letna realna donosnost delnic (5 odstotka), vzrok pa je v pomembni meri dodatna premija za tveganje, ki jo investitorji po svetu v tem trenutku zaradi velikega strahu pred bližnjo in srednjeročno prihodnostjo pripisujejo delnicam. To je tudi dovolj, da v delnicah trenutno nimam manj kot polovice finančnih naložb, tveganje, da se motim, pa je preveliko, da bi imel v delnicah kaj dosti več kot polovico finančnih naložb.

→ **Graf 2: Dobički na ceno delnice (E/P) in obrestne mere gredo z roko v roki (podatki za ZDA) – delnice pred krizo niso bile precejene**



Vir: New York University.

V delnice brez vročih naložbenih zgodb

uredništvo

Velika razpršitev naložb je temelj naložb v delnice, saj se na ta način naložbeno tveganje močno zmanjša, ne da bi se znižala pričakovana donosnost naložbe. Vlagateljem zato kot temeljno naložbo priporočamo odlično razpršene vzajemne sklade, po naložbeni politiki ožje usmerjene vzajemne sklade pa priporočamo le kot dodatek k temeljni naložbi.

Visoka tveganja ozko usmerjenih naložbenih zgodb, ki so v širši javnosti še lani veljale za najperspektivnejše (balkanski trgi, Kitajska, Indija in Rusija), so se pokazala tudi v času aktualne finančne krize, ko so te naložbe prinesle izrazito nadpovprečne izgube. Čeprav se v časih sistematičnih šokov na trgu zdi, da svetovna razpršitev naložb ne daje večjih rezultatov, pa takšna razpršitev dolgoročnim investitorjem še vedno prinaša velike koristi.

Posamezna gospodarstva in gospodarske regije se namreč na dolgi rok gibljejo v različnih gospodarskih ciklih.

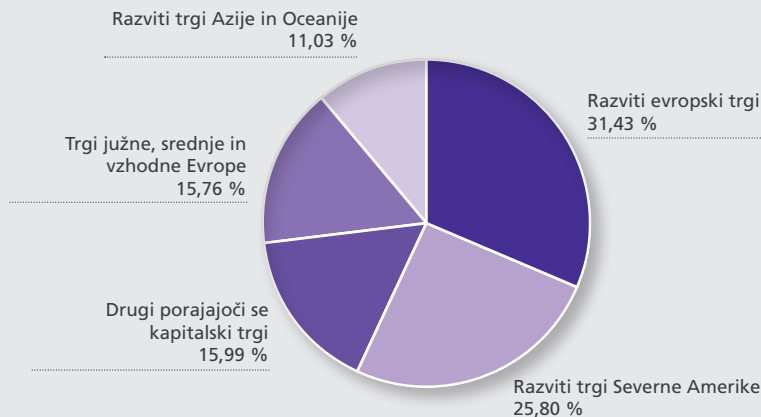
Septembra letos smo najbolj razpršenim delniškim vzajemnim skladom v naši ponudbi (NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad evropskih delnic in NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva) pridružili vzajemni sklad NLB Skladi – Globalni delniški sklad, katerega razpršitev je še za stopnjo večja.¹ Ta vzajemni sklad po naši oceni trenutno po stopnji razpršitve sodi v sam vrh razpoložljivih skladov na trgu. Konec septembra letos je bilo njegovo premoženje intenzivno razpršeno na delnice:

- 133 skrbno izbranih izdajateljev,
- iz 40 držav,
- iz vseh 24 ključnih svetovnih gospodarskih panog,
- v vseh svetovnih regijah,
- na razvitih trgih in trgih v razvoju.²

Kaj bo z naložbo v vzajemni sklad pridobil vlagatelj?

- Izjemna stopnja razpršitve naložb s prevzemanjem nizkega tveganja v zvezi s posamezno naložbo (nesistematično tveganje). Vlagatelj tako prevzema predvsem tveganje delnic, ki ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (tveganje splošnih padcev tečajev v svetu ali sistematično tveganje).
- Odlično razmerje med pričakovano donosnostjo in naložbenim tveganjem vzajemnega sklada.

→ Graf: Geografska sestava naložb v delnice 30. 9. 2008



* Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irsko, Islandija, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Norveška, Portugalska, Španija, Švedska, Švica in Velika Britanija.

** Kanada in Združene države Amerike.

*** Avstralija, Hongkong, Japonska, Južna Koreja, Nova Zelandija, Singapur in Tajvan.

**** Evropske države, ki niso navedene med razvitimi evropskim državami.

***** Vse ameriške države, razen Kanade in Združenih držav Amerike, vse afriške države in vse azijske države, razen Hongkonga, Japonske, Južne Koreje, Singapurja in Tajvana.

Opozorilo: Zgoraj natančno določena predvidena sestava sredstev za upravljavca sredstev ni zavezujoča. Sestava naložb se bo spreminjala znotraj omejitev, podanih v prospektu vzajemnega sklada.

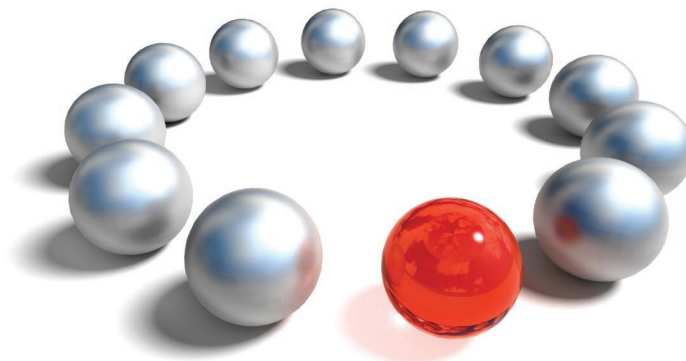
- Ustrezno razmerje med naložbami na razvite kapitalne trge in trge v razvoju.
- Velikost vzajemnega sklada omogoča, da intenzivno razpršitev in posle izvajamo z za vlagatelje nizkimi stroški.
- Vlagatelj se ne bo treba ukvarjati z vprašanjem, v katere perspektivne naložbene zgodbe naložiti premoženje, saj bo vzajemni sklad vseskozi pokrival vsa perspektivna naložbena področja (ali vsaj večino od njih).
- Družba NLB Skladi bo z zavzemanjem aktivnih strateških pozicij naložbe vzajemnega sklada prilagajala

aktualnim analitičnim ocenam ob hkratnih jasnih omejitvah izpostavljenosti. To pomeni, da visoka stopnja razpršitve naložb v nobenem primeru ne bo vprašljiva.

Vabimo vas, da se ogledate na pooblaščenih vpisnih mestih NLB d. d., in Banke Celje d. d., kjer vam bomo z veseljem pomagali s strokovnim nasvetom.

¹ Vzajemni sklad je nastal na osnovi preoblikovanja investicijske družbe Maksima, delniška ID, d. d.

² Vsi podatki na dan 30. 9. 2008. Delež vseh delnic je znašal 97,07 odstotka, preostanek 2,93 odstotka pa so predstavljali denarna sredstva in terjatve.



Krovni skladi prinašajo dodatne davčne ugodnosti

Rok Keber,
vodja kontrolnega centra,
NLB Skladi, d.o.o.

Z uvedbo krovnih skladov bo investiranje v vrednostne papirje prek vzajemnih skladov v primerjavi z neposrednimi naložbami v vrednostne papirje z davčnega vidika še ugodnejše, kot je bilo do sedaj.

Ugodnejša obdavčitev

Poenostavljeno in hitrejše oblikovanje novih podskladov ter nekatere poenostavitve poslovanja so prednosti krovnih skladov, ki bodo pomembne predvsem za dolgoročni razvoj dejavnosti vzajemnih skladov. **Za fizične osebe pa ključno prednost predstavlja odlog ugotavljanja davčne obveznosti.** Vlagatelj ob prenašanju sredstev med podskladi istega krovnega sklada družbe ne bo obdavčen, četudi bo pri prenosu ustvaril kapitalski dobiček (možno pa je, da bodo obdavčeni stroški, povezani s prenosom). Davčna obveznost za kapitalski dobiček bo nastopila šele v trenutku prodaje investicijskih kuponov (ob izplačilu na osebni račun) ali v trenutku prenosa sredstev v podsklad drugega krovnega sklada.

Omenjena davčna ugodnost, ki je bodo deležne fizične osebe, predstavlja pomembno prednost v primerjavi z neposrednim investiranjem v vrednostne papirje.

Kot je razvidno s slike 1, bo namreč vlagatelj, ki neposredno nalaga sredstva v vrednostne papirje, v primeru dveh preoblikovanj sestave premoženja (npr. od bolj tvegane do manj tvegane) dvakrat izpostavljen plačilu davka na

Ugodna davčna obravnava

Naložbe v vzajemne sklade so bile v primerjavi z neposrednim investiranjem v vrednostne papirje z davčnega vidika ugodneje obravnavane že doslej. Kapitalski dobički, ki jih upravljavec ustvari s posameznimi posli, ki jih izvaja za račun vzajemnega sklada, ob nastopu niso obdavčeni. Davek na kapitalske dobičke (to je razliko med prodajno in nakupno vrednostjo enote premoženja vzajemnega sklada, zmanjšano za normirane stroške) vlagatelji fizične osebe plačajo šele po izplačilu sredstev iz vzajemnega sklada na transakcijski račun, kar je za vlagatelja ugodneje.

dobiček iz kapitala, dodatno pa bodo lahko predmet obdavčitve tudi obresti iz naslova dolžniških vrednostnih papirjev. **Z davčnega vidika bo bistveno ugodneje obravnavan vlagatelj, ki bo enako prestrukturiranje naložb izvajal posredno, prek ustreznih podskladov istega krovnega sklada,** saj bo izpostavljen plačilu davka na dobiček iz kapitala le enkrat, in sicer ob izplačilu sredstev na osebni račun. **Ob tem ne gre zanemariti tudi dejstva, da se na ta način v skladu z veljavno davčno zakonodajo lahko zmanjša tudi stopnja obdavčitve kapitalskih dobičkov.** Vlagatelj, ki bi na primer posamezne naložbe zamenjal vsaki dve leti (in bi to v dvanajstih letih varčevanja

storil šestkrat), bi bil vsakič obdavčen po 20-odstotni davčni stopnji. Na drugi strani bi bil vlagatelj, ki bi naložbe z enako frekvenco menjal v okviru krovnega sklada, po dvanajstih letih obdavčen po 10-odstotni davčni stopnji (če se seveda zakonodaja vmes ne bo spremenila).

Možne pasti

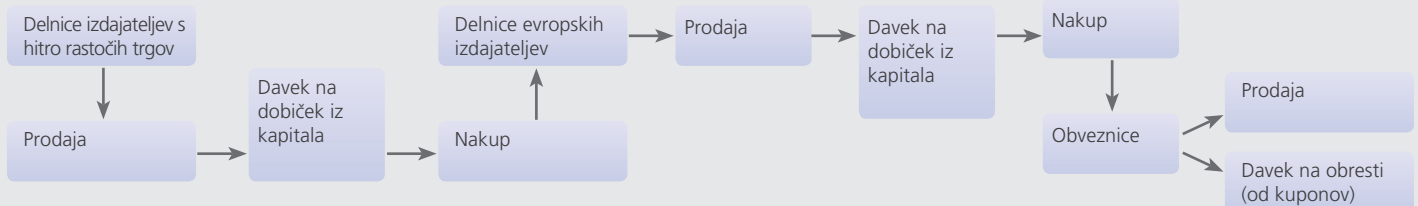
Odlog ugotavljanja davčne obveznosti lahko vlagatelje spodbudi k čezmernim menjavam naložb in špekulativnim prehodom med različnimi podskladi. Empirične raziskave v svetu kažejo, da vlagatelji, ki sestavo naložb spreminjajo pogosto, na dolgi rok v povprečju dosegajo precej slabše rezultate od tistih, ki sestavo svojih naložb spreminjajo preudarno. Vlagatelj naj zato na dodatne davčne ugodnosti gleda predvsem kot na ugodnosti, ki mu bodo omogočile cenejše prilagajanje strateške razporeditve premoženja v času zaradi sprememb v njegovem finančnem profilu ali zaradi približevanja ciljni ročnosti varčevanja (v slednjem primeru naj bi vlagatelj zniževal delež bolj tveganih naložb in povečeval delež manj tveganih).

Kaj sta krovni sklad in podsklad?

Krovni sklad je sestavljen iz najmanj dveh podskladov. Bistvenih vsebinskih razlik med podskladom in samostojnim vzajemnim skladom, ki ni krovni sklad, ni. Sredstva in obveznosti ter naložbene politike različnih podskladov v okviru krovnega sklada morajo biti enako strogo ločeni kot v primeru vzajemnih skladov.

→ **Slika 1: Primerjava davčnih posledic pri neposrednem in posrednem (prek podskladov istega krovnega sklada) investiranju v vrednostne papirje**

Neposredno investiranje v vrednostne papirje



Posredno investiranje v vrednostne papirje prek podskladov istega krovnega sklada



čas

Garancija in visoka donosnost se izključujeta

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

V obdobjih po večjih padcih tečajev na borzah se znatno poveča strah vlagateljev pred vlaganjem novih prihrankov (ali pa reinvestiranjem starih) v klasične oblike varčevanja v delnicah, kot so delniški vzajemni skladi ali neposreden nakup delnic.

V takih razmerah želijo različni finančni posredniki ta strah pomiriti s prodajo finančnih produktov, ki vsebujejo garancijo za ohranitev glavnice in ki so vsaj navidezno vezani na borzne indekse ali košarice delnic. **Vendar pa je ključna prednost klasičnih delniških produktov (visoka nadpovprečna pričakovana donosnost) z vključitvijo garancije izgubljena, in to ne glede na to, kako je produkt sestavljen ali kako se oglašuje.**

Cena garancije

Garantirani produkti, vezani na delnice, so zahtevni in njihova izdelava je pogosto precej inovativna. Laiku je zato **težko jasno razbrati, da v tem primeru ne gre za posredno varčevanje v delnicah, temveč v osnovnem ekonomskem smislu za precej običajen obvezniški produkt na drugačen način.**

Čeprav se precej garantiranih produktov »veže« na delnice, je ključna prednost klasičnih delniških produktov, tj. visoka nadpovprečna pričakovana donosnost, z vključitvijo garancije izgubljena.

Ti produkti se pojavljajo v več oblikah, na primer kot garantirani skladi, naložbeni depoziti, obveznice z variabilnim kuponom in podobno, tako da je lahko pravna podlaga zelo različna, dejansko pa gre v ekonomskem smislu za skoraj identične finančne produkte. **Čeprav se precej garantiranih produktov »veže« na delnice, je ključna prednost klasičnih delniških produktov, tj. visoka nadpovprečna pričakovana donosnost, z vključitvijo garancije izgubljena.** Osnovna oblika zaščite pred padci na borzah – nakup delnic s hkratnim nakupom zaščite pred morebitnimi padci tečajev (tako imenovana strategija »protective put«) –



je zgodovinsko prinesla podobno nizko donosnost, kot je znašala netvegana donosnost, kar je bilo znatno manj od dosežene donosnosti delnic v enakem obdobju.¹ Letni strošek zaščite (nakup prodajne opcije) je namreč približno tolikšen, kot je pričakovana donosnost delnic višja od netvegane obrestne mere. **Obnašanje takšnega produkta skozi daljše obdobje tako postane podobno nakupu državne obveznice oziroma bančnemu depozitu.**

Nekaj kuharskih skrivnosti ...

Tehnika izdelave garantiranega finančnega produkta je razmeroma preprosta. Najprej se opredelita ročnost in raven produkta. Denimo, da gre za produkt s 5-letno ročnostjo in z minimalno donosnostjo 10 odstotkov v petih letih. Če je trenutna raven obrestnih mer obveznic oziroma depozitov z ročnostjo pet let na primer 5 odstotkov, lahko ponudnik finančnega produkta dobrih 86 odstotkov sredstev, zbranih s prodajo garantiranega finančnega produkta, naloži v obveznice oziroma depozite s ciljem, da bo čez pet let ta del naložbe vreden 110 odstotkov začetnega vložka (nominalno). Preostalih 14 odstotkov bi bilo lahko vloženi

v delnice. **Podobno bi vlagatelj lahko dosegel tudi sam, tako da bi 86 odstotkov prihrankov vložil v depozit, preostanek pa v delnice.**

V praksi pa se garantirani produkt, vezan na delnice, običajno zgradi s pomočjo neposrednega ali posrednega² nakupa nakupnih (»call«) opcij. Ključna značilnost teh je, da lahko njihova vrednost izjemno zraste, ne more pa postati negativna.³ Z nakupom opcij se sicer rahlo zniža pričakovana donosnost⁴ tako strukturiranega finančnega produkta, pri čemer pa se zviša možnost zelo visoke dosežene donosnosti. **Ko se govori o visokih potencialnih donosih, se misli predvsem na donose iz tega vira. Vendar pa obstajajo tudi njegove negativne plati.**

¹ Indexation of Principal Protection, Standard & Poor's, marec 2008.

² Pri dolgoročnejših garantiranih finančnih produktih je običajnejši posreden nakup opcij z uporabo poslova zamenjav (»swapov«).

³ Ustrezna primerjava je avtomobilsko kasko zavarovanje: po plačilu premije je možno, da z nakupom premije dosežemo donosnost –100 odstotkov (če avta ne poškodujemo), donosnost pa je lahko tudi več tisoč odstotkov, če se avto v času veljavnosti zavarovanja močno ali večkrat poškoduje.

⁴ Pričakovana donosnost nakupne opcije je enaka pričakovani donosnosti strategije »protective put«.

Garantirani produkti se pogosto glasijo na borzne indekse, ki ne vključujejo dividend. V primeru, da se produkti glasijo na posebej »skrbno« izbrane košarice delnic, običajno te košarice vključujejo zlasti delnice z nadpovprečno visoko dividendno donosnostjo (pričakovana rast vrednosti indeksa ali košarice je enaka pričakovani donosnosti delnic, znižani za dividendno donosnost), do katerih pa investitor v garantirani sklad praviloma prav tako ni upravičen. Če dividendna donosnost znaša tri odstotke, **potem je ob predpostavki 9-odstotne pričakovane povprečne letne donosnosti delnic približno tretjina pričakovane donosnosti delnic že »izgubljena«.**

Pogosta lastnost garantiranih produktov so tudi nenavadni načini izračunavanja donosnosti izbrane košarice ali indeksa, na katero je vezana donosnost garantiranega finančnega produkta. **Začetna in končna vrednost referenčne košarice ali indeksa se tako za obdobje dveh let ali več pogosto povprečita.** Pri dvoletnem povprečenju vlagatelj tako dejansko izgubi enoletno pričakovano donosnost. V primeru produkta s 5-letno ročnostjo to pomeni pričakovano izgubo ene petine pričakovane donosnosti delnic

v tem obdobju. Če to dodamo k prej omenjeni tretjini izgube pričakovane donosnosti zaradi izključitve dividend, dobimo približno polovico nižjo pričakovano donosnost kot pri naložbi v delnice (brez garancije). **Če upoštevamo, da pričakovana dolgoročna donosnost delnic znaša 9 odstotkov, to pomeni, da je pričakovana donosnost garantiranega produkta podobna 4,5 odstotka,** kar nas pripelje približno na raven donosnosti bančnega depozita ali nizko tvegane državne obveznice.

Nekatere druge posebnosti so zapisane v preglednici prednosti in slabosti garantiranih finančnih produktov.

Kaj pa koristi?

Obstaja sicer kar nekaj možnih scenarijev, po katerih so lahko kupci garantiranih finančnih produktov precej zadovoljni. V primeru, da v obdobju varčevanja tečaji delnic na borzah upadejo, so nekateri varčevalci zadovoljni, ker menijo, da so s tem finančnim produktom izgubili manj, kot bi pri naložbi v delnice na klasičen način. Vendar pa ključni razlog za zadovoljstvo teh vlagateljev izhaja iz njihove napačne predpostavke, da so nalogali v delniški naložbeni produkt. Zelo verjetno ti



vlagatelji v tem primeru v obdobju varčevanja niso dosegli višje donosnosti (povsem mogoče, da so dosegli nižjo), kot če bi denar naložili v bančni depozit ali obvezniški vzajemni sklad (ki sta upoštevata razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem primerljivejša produkta). Podobno velja v primeru, ko padejo obrestne mere in zrastejo tečaji delnic: tedaj vlagatelji dosežejo zelo visoko pozitivno donosnost, a skoraj gotovo nižjo, kot če bi varčevali v delniških vzajemnih skladih.

Kljub vsemu pa obstaja segment potencialnih vlagateljev, za katere so naložbe v finančne produkte z vsebovano garancijo primerni. Gre za podmnožico segmenta vlagateljev, ki kupujejo pretežno obvezniške ali depozitne finančne produkte, še posebej pa za tiste vlagatelje, ki izrazito ne prenašajo najmanjše možnosti izgube nominalne vrednosti svojih prihrankov, hkrati pa želijo imeti vsaj delno korist od morebitne rasti tečajev na delniških trgih. To so zlasti konservativni vlagatelji s srednjeročnim horizontom nalaganja. Naložba je primerna tudi za zmernejše vlagatelje, ki se z naložbami na borzi še niso srečali, a upajo na z delnicami primerljivo donosnost v primeru pozitivnih gibanj na borzah, se pa bojijo možnosti izgube svojega vložka.

Garantirani naložbeni produkti, vezani na delniške trge, so za določen tip vlagateljev lahko zelo ustrezni. Vendar pa ne gre za idealen produkt, ki bi omogočal »visoko pričakovano donosnost ob nizkem naložbenem tveganju«. Takšnih produktov preprosto ni, ker jih tudi ne more biti.

Prednosti

- zaščita nominalne vrednosti neto vložka/ minimalna nominalna donosnost
- pričakovana donosnost primerljiva z donosnostmi nizko tveganih naložb (obveznice, depoziti), a s potencialom višje (in tudi nižje) donosnosti
- primeren za manjše in manj poučene vlagatelje, ki so v osnovi nadpovprečno konservativni in imajo srednjeročen horizont investiranja
- možno je doseči posredno izpostavljenost eksotičnim delniškim in drugim trgov (surovine, valute ipd.)
- sredstva so običajno unovčljiva, a ob dodatnih stroških oziroma znižani likvidnosti
- delno primeren produkt za prve naložbe na kapitalne trge
- davčna obravnava (odvisno od tipa produkta)

Slabosti

- nizka pričakovana realna donosnost
- pomemben del donosnosti delnic pomenijo dividende, do katerih pri garantiranih produktih vlagatelji običajno niso upravičeni
- ob predčasnem unovčenju garancija ne velja, pogosto nastopijo dodatni stroški, hkrati pa je pred dospelostjo likvidnost običajno nižja kot pri »navadnih« vrednostnih papirjih
- pogosto nejasne določbe o izračunavanju referenčne donosnosti
- visoka odvisnost od gibanja obrestnih mer
- visoka občutljivost za dogodke v začetnem obdobju poslovanja
- davčna obravnava (odvisno od tipa produkta)
- tveganje neizpolnitve garancije (kreditno tveganje)
- nizka raven zaščite realne vrednosti naložbe
- možna izbira referenčne valute s pričakovano depreciacijo

35 naložbenih nasvetov za dobre in slabe čase

Dober naložbeni nasvet je tisti, ki je razumljiv in ustrezen tako za dobre kot za slabe čase. V tem prispevku zaradi aktualnosti povzemamo napotke, ki smo jih dali v času od začetka izdajanja biltena, dodajamo pa jim nekaj novih.

1 Naložbe začnite s finančnim načrtovanjem in naslednjimi vprašanji:

- Za kakšne namene varčujem?
- Kolikšen bo predvideni čas varčevanja v primeru normalnega razvoja dogodkov na borzi? Kako pomembno je, da cilj dosežem najpozneje v tem času?
- Kakšno je celotno premoženje gospodinjstva in kakšni so pričakovani dohodki, izdatki in prihranki v prihodnosti?
- Katere so ustrezne naložbe za posamezne varčevalne cilje?
- Kako bom ravnal v primeru padcev na borzah?
- Koliko tveganja si lahko privoščim? Če odgovorov na ta vprašanja ne zmorete združiti v vsaj preprost osebni finančni načrt, poiščite pomoč usposobljenega finančnega svetovalca.

2 Najprej oblikujte »varnostni varčevalni sklad«, ki bo zagotavljal vašo finančno varnost v primeru nepričakovanih dogodkov (izgube dohodkov ali dodatnih izdatkov). Velik naj bo najmanj toliko, da lahko s črpanjem iz njega pokrijete nujne izdatke vašega gospodinjstva za dobo od 6 do 24 mesecev. Razporedite ga izključno v varne naložbe, kot so bančni depoziti in kratkoročni državni vrednostni papirji visoke bonitete.

3 Prezmite toliko naložbenega tveganja, kot ste ga s finančnega in psihološkega vidika sposobni prenesti. S tem v mislih oblikujte za vas najustreznejše strateške deleže temeljnih finančnih naložb: delnic, obveznic in nizko tveганиh naložb, kot so bančni depoziti (po potrebi jim lahko priključite tudi naložbe v nepremičnine ali zlato). Določite tudi zgornje in spodnje dopustne meje teh naložb in se jih držite v skladu s svojimi zmožnostmi.

4 V delnice nalagajte izključno na dolg rok, najmanj za dobo petih let, če je le mogoče pa najmanj za dobo desetih let (še posebej če bi bili v primeru pomika ciljev zaradi neugodnega razpleta dogodkov na borzi močnejše prizadeti).

5 Delnic ne kupujte na kredit (razen če ga lahko odplačujete z zanesljivimi



dotatnimi prihranki v prihodnosti in imate bistveno več dodatnih sredstev v nizko tveганиh naložbah).

6 Delniško premoženje razporedite v svetovnem merilu pretežno na razvite kapitalne trge in v večje število gospodarskih panog, trgi v razvoju pa naj bodo koristen dodatek k portfelju (približno v višini 20 odstotkov delniškega portfelja).

7 Zavedajte se, da na trgih v razvoju ni nič zastoj – višja pričakovana donosnost se plača z višjim naložbenim tveganjem.

8 Minimalno število različnih izdajateljev delnic, s katerim se izognete večini tveganj, ki jih z razpršitvijo lahko odpravite (sistematično tveganje), je približno 50 – pod pogojem, da gre za raznolika podjetja (svetovna razpršitev v različne panoge). Globalno ali evropsko razpršeni delniški skladi to večinoma omogočajo.

9 Delež delnic posameznega izdajatelja v delniškem portfelju naj ne presega petih odstotkov portfelja.

10 Na borzo vstopajte postopoma, postopoma pa z borze tudi izstopajte. Pri vstopu na borzo in tudi pozneje vedno ohranite nekaj manevrskega prostora za dodatne nakupe v primeru, da se pojavijo

ugodne priložnosti. Kdor delnice kupuje na kredit, ves manevrski prostor (»budžet tveganja«) izčrpa ali celo prekorači že na samem začetku.

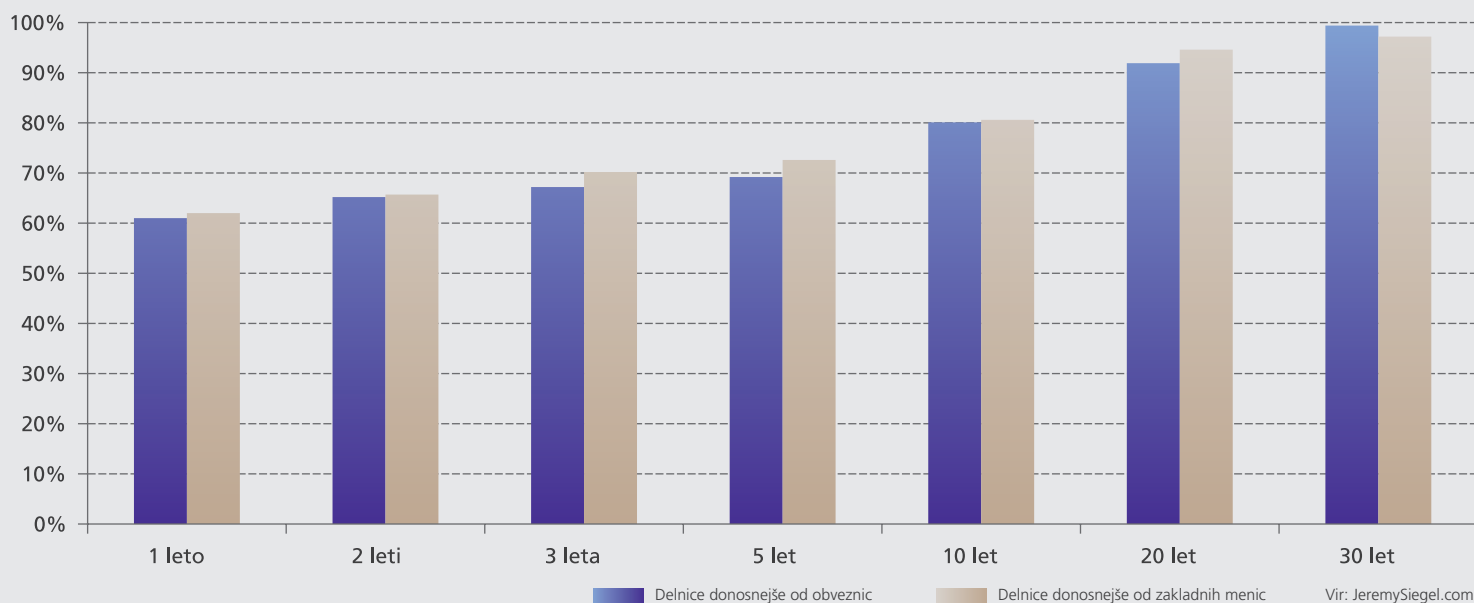
11 Sčasoma (enkrat do štirikrat letno) preverite, ali je vaša strateška razporeditev dolgoročnih prihrankov ustrežna. S krajšanjem ročnosti varčevanja je tveganje portfelja treba zniževati. Po visokih donosnostih delnic bo v večini primerov delež delnic smiselno zmanjšati (ker bo njihov delež v celotnem portfelju večji od optimalnega strateškega deleža), **po visokih padcih** pa nekoliko povečati (ker bo delež delnic glede na optimalni strateški delež prenizek), razen v primeru, da se je zaradi visokih padcev zmanjšala stopnja finančne in/ali psihološke tolerance tveganja.

12 Obvezniški del portfelja naj ne bo namenjen izpostavljanju večjim dodatnim naložbenim tveganjem, temveč predvsem doseganju visoke varnosti z obveznicami višjih in visokih bonitet. Ročnost obvezniškega portfelja naj bo podobna ročnosti vašega varčevalnega cilja.

13 Premoženje vseskozi (tako v primeru dobičkov kot izgub) obravnavajte kot celoto ter v okviru pričakovanih prihodkov in izdatkov v prihodnosti.

- 14** Borzni dogodki v bližnji preteklosti naj ne vplivajo na vaše strateške odločitve pri naložbi prihrankov.
- 15** Če ste se za naložbe v delnice že odločili, morate potrebni pogum za naložbo zbrati tudi v zahtevnih časih, po visokih rasteh pa se ne smete bati delne prodaje. Kdor bo delnice kupoval le po visokih rasteh na borzi, možnosti za uspeh na borzi praktično nima.
- 16** Kdor meni, da lahko verodostojno napove kratkoročne borzne trende, živi v nevarni iluziji, ki ga bo nekega dne verjetno stala veliko premoženja.
- 17** Pri menjavah naložb pomislite na transakcijske stroške in davčne učinke.
- 18** Pri naložbi ne vztrajajte le zato, ker ste z njo ustvarili izgubo ali dobiček.
- 19** Če ste z naložbo ustvarili izgubo, še ne pomeni, da je slaba oz. da bo slaba tudi v prihodnosti. Donosnost naložb vedno primerjajte s primerljivimi produkti na trgu in borznimi indeksi. Sklada evropskih delnic ne primerjajte s skladom singapurskih obveznic.
- 20** V vsakem trenutku je za investitorja pomembna le prihodnost.
- 21** Dvomite o iskrenosti prodajalca katerega koli finančnega produkta, ki vam zelo vneto ponuja en tip naložbe. Zavedajte se, da se finančne naložbe najbolje prodajajo z argumentom upanja (delniški produkti v
- lepih časih) in z argumentom strahu (t. i. varne naložbe v slabih časih).
- 22** Čudežnih naložb ni, pa naj bodo videti in se oglašujejo kot še tako čudežne. Visoka pričakovana donosnost se plača z visokim tveganjem, nizko tveganje pa z nizko pričakovano donosnostjo.
- 23** Če vam nekdo ponudi garancijo za vložena sredstva, je lahko pričakovana donosnost produkta le podobna garantiranim produktom izdajatelja solidne bonitete (bančni depoziti in obveznice), ne more pa biti enaka pričakovani donosnosti delnic, ki je precej višja.
- 24** Ključni dokazani razlog, da so ženske v povprečju uspešnejši investitorji od moških, je, da z naložbami trgujejo manj pogosto.
- 25** Pred pomembno naložbo se posvetujte s partnerjem (če ga seveda imate). Konsenz pri odločanju bo v zahtevnih časih morda dal ključno potrebno oporo.
- 26** V lepih borznih časih bodo najdonosnejši skoraj vedno zelo specifični in visoko tvegani skladi, ki za veliko večino investitorjev sploh niso primerna izbira. Najboljša izbira za večino investitorjev so izjemno dolgočasni dobro razpršeni skladi.
- 27** Visoka pretekla donosnost naložbe je dokaz in ne negacija njenega visokega tveganja.
- 28** Med donosnostjo delnic v dveh zaporednih letih ni praktično nobene povezave (ne pozitivne ne negativne).
- 29** Vzajemnim skladom pred odločitvijo pogledajte »v drobovje«. Sorodno ime dveh vzajemnih skladov še ne pomeni, da gre za dva primerljiva sklada (zlasti v Sloveniji, kjer se na primer kot obvezniški lahko imenuje sklad, ki nalaga tudi v delnice).
- 30** Delnice so edina finančna naložba, ki na dolgi rok prinaša možnost za občutnejšo rast realne vrednosti prihrankov. A če se boste dobro počutili ob ničelni realni obrestni meri bančnih depozitov tudi v časih, ko bodo delnice visoko donosna naložba, ne bo nič hudega, če v delnicah ne boste varčevali.
- 31** Če boste za dodatno pokojnino varčevali v delnicah 14 let, lahko računate na dvakrat višjo pokojnino, kot če boste za ta namen varčevali v bančnem depozitu. Ključno vprašanje, na katero mora odgovoriti vsak investitor, je, ali ta korist odtehta naložbeno tveganje delnic.
- 32** Poučite se o tem, kaj pri naložbah pomeni dolg rok. Dolgi rok ne prinaša garancije, temveč zmanjševanje verjetnosti, da bi z naložbo v delnice ustvarili izgubo ali nižjo donosnost kot z bančnim depozitom (graf). Tri leta pri naložbah v delnice niso dolg rok, pet let pa je skrajna spodnja meja.

→ % obdobja investiranja, ko so bile delnice donosnejše od obveznic ali zakladnih menic (ZDA v obdobju od 1801 - 2007)



33 Poročanje o borznih dogodkih v medijih in napovedi borznih analitikov sprejemajte z veliko mero rezerve, pa naj se zdijo še tako prepričljivi. Več koristi (ne le zdravstvenih, temveč tudi finančnih) kot intenzivno dnevno spremljanje borznih dogodkov vam bo prinesel sprehod v naravi.

34 Zavedajte se psiholoških omejitev pri investiranju. Ena izmed njih je, da je vsakdo bolj dovzeten za tiste informacije, ki potrjujejo njegovo že vnaprej oblikovano stališče.

35 Če na borzi na kratek rok dobro zaslužite, še ne pomeni, da ste borzni guru – morda ste imeli preprosto srečo. **Po visokih donosih vložkov ne podvajajte. Če na kratek rok ustvarite izgubo, še ne pomeni, da »borza ni za vas«.**

Naša opozorila iz časov borzne evforije

Izbor izjav in objav predstavnikov družbe NLB Skladi v Naložbenem pregledu NLB Skladi in v nekaterih drugih slovenskih medijih v zadnjih dveh letih.

Maj 2006: Zahteve predpisov, ki urejajo področje kapitalskih trgov ter produktov in storitev, ki so z njimi povezani, so sicer obsežne, žal pa vlagateljem s to obsežnostjo prave orientacije ne morejo dati. **Vlagatelji tako pozornost raje posvetijo pavšalnim ocenam »borznih gurujev«, barvitim oglasom ter preprostim in senzacionalističnim poročanjem medijev. Cena, ki jo za to plačujejo, je vse prej kot nizka.**

Maj 2006: **V srednjih šolah nas učijo podrobnosti o kemičnih substancah in srednjeveških vojnah, ne dajo pa nam niti osnovnih napotkov glede naložb naših prihrankov, četudi je jasno, da bomo morali za svojo starost praktično vsi varčevati dodatno na osnovi svojih aktivnih odločitev.**

Avgust 2006: **Pretekla donosnost nima nobene pomembne zveze s prihodnjo, visoka pretekla donosnost pa običajno kaže nadpovprečno visoko tveganje naložbe.**

November 2006: **Najuspešnejši bodo tisti investitorji, ki bodo znali pravilno presoditi svoje finančne razmere, finančne cilje in odnos do tveganja, svoje finančne naložbe pa bodo razporedili tako, da bodo prevzeli toliko tveganja, kot si ga lahko privoščijo in ga lahko prenesejo (ne več in tudi ne manj).**

Januar 2007: **Tako agresivne sestave naložb prebivalstva v vzajemne sklade, kot jo je moč opaziti v Sloveniji, sploh ni mogoče najti v nobeni drugi državi EU.**

Marec 2007: **Med donosnostjo delnic v svetu v dveh zaporednih letih v zadnjih stotih letih ni bilo nobene povezave.**

Marec 2007: **Investitorji verjamejo, da jih lahko dober upravljavec obvaruje pred izgubo, ko na trgu ne bodo več**

le »rožice cvetele«, kar pa je iluzija. Vendar pa vse izgube niso enake – kakovosten upravljavec pride do izraza šele po nekaj borznih ciklih.

Marec 2007: **Najslabše jo pri nekritičnem lovu na visoke »pretekle« donose običajno odnesejo manj izkušeni in sprva omahljivi vlagatelji.**

April 2007: **Čedalje večji del vlagateljev pri nas prevzema preveč tveganja.**

Maj 2007: **Cene naložb na balkanskih trgih odražajo realno vrednost družb podobno kot cene tehnoloških podjetij leta 2000 pred njihovim zlomom.**

Junij 2007: **Za večino investitorjev so najustreznejši »dolgočasni povprečni vzajemni skladi«.**

September 2007: **Nedavni dogodki na svetovnih borzah so v primerjavi s tem, kar bodo nekega dne investitorji doživeli na slovenskem trgu in balkanskih trgih, le piš hladnega vetriča.**

September 2007: **Delnice na slovenskem kapitalskem trgu (pa tudi na drugih balkanskih trgih) so danes tako drage, da je lahko edini razlog za nakup špekuliranje na t. i. »posebne dogodke«. To pa je igra, ki se za tistega, ki stavi preveč, lahko žalostno konča, če ne igra na izrazito dolg rok.**

December 2007: **Zlato je dejansko precej špekulativna naložba in v nasprotju z ljudskim prepričanjem precej šibek ščit pred inflacijo.**

December 2007: **Izbira vzajemnih skladov na osnovi pretekle donosnosti je najslabši recept, ki bi ga svetovali kateremu koli vlagatelju.**

Februar 2008: **V poslu naložbenih financ je zmagal kratkovidni marketing.**



Marec 2008: **Ali finančne institucije po svetu gojijo pravo kulturo, ko osebe, zaposlene v poslovnem delu (front office), nagrajujejo tako občutno bolj kot osebe, ki naj bi jih nadzorovale?**

Marec 2008: **Ali so veliki borzni padci odlična nakupna priložnost? Ne!**

Marec 2008: **Kaj pravite, zakaj se varne naložbe najintenzivneje promovirajo po borznih padcih (in ne pred njimi), delniške naložbe pa po visokih borznih rasteh (in ne po padcih)?**

Maj 2008: **Pesimist je v tej industriji upravičeno hitro razglašen za čudaka.**

Družina vzajemnih skladov NLB Skladi je v času letošnjega borznega šoka ustvarila nižje izgube, kot so jo izkazali drugi primerljivi vzajemni skladi na trgu. Žal dobičkov z delnicami v časih borznih šokov ni moč ustvarjati.

Brezplačni bilten v e-obliki:

Na bilten Naložbeni pregled NLB Skladi v elektronski obliki se lahko naročite tako, da nam pošljete e-pošto na naslov: narocila@nlbskladi.si. V naslov sporočila vpišite »Naročilo na Naložbeni pregled«.

Mi trije smo najboljši par



NLB Naložbeni par

Sestavite si varno naložbo s pravilno razpršitvijo sredstev.

Na voljo imate dve možnosti, vsaka od njiju vam nudi usklajeno naložbo, v katero modro porazdelite vaša vložena sredstva. V vsakem primeru pa boste dobili izvrsten depozit, ki bo varoval vašo naložbo tudi v negotovih časih.

Večji del vašega enkratnega vplačila vplačate v **NLB Depozit** z letno nespremenljivo **obrestno mero 5,55 %** in z dobo vezave 13 mesecev ter manjši del, vsaj 15 %*, v katerikoli vzajemni sklad družbe **NLB Skladi** ali v življenjsko zavarovanje **NLB Naložba Vita Mega**.

Ponudba velja **od 15. oktobra do 30. novembra 2008**.

Za več informacij obiščite najbližjo NLB Poslovalnico ali pokličite na brezplačno številko 01 477 20 00.

NLB 70

Nem zakaj.

www.nlb.si/nalozbeni-par

* Minimalno možno vplačilo v posamezni produkt znotraj NLB Naložbenega para ne sme biti manjše od 15 % vseh vplačanih sredstev oziroma minimalno 1.100 EUR.

Opozorilo vlagateljem: Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., upravlja vzajemne sklade NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Sklad obveznic, NLB Skladi – Kombirani sklad Nove Evrope, NLB Skladi – Visoka tehnologija, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi – Globalni delniški sklad in NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov opravljata na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi NLB d.d. in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o vzajemnih skladih so vsebovani v prospektih vzajemnih skladov z vključenimi pravili upravljanja in v izveščkih prospektov vzajemnih skladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja posameznega vzajemnega sklada morata družba NLB Skladi oziroma banka vlagatelju brezplačno izročiti izvešček prospekta vzajemnega sklada, na njegovo zahtevo pa morata vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt z vključenimi pravili upravljanja, zadnje objavljeno revidirano letno in polletno poročilo vzajemnega sklada. Gradiva o vzajemnih skladih so vlagateljem dostopna na spletni strani družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih banke med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbkladi.si. | Vzajemni skladi družbe NLB Skladi niso bančna storitev in ne prinašajo zagotovitve ali garancije donosnosti. Tako naložbe v vzajemne sklade tudi niso vključene v sistem zagamčenih 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. 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 vzajemnega sklada. | **Zavarovalnica, ki sklepa zavarovanje:** NLB Vita, življenjska zavarovalnica d.d. Ljubljana. **Zavarovanje tržijo** banke bančne mreže, ki nastopajo kot zavarovalni posredniki, ter za donose in izplačila ne jamčijo: **NLB Naložba Vita Mega** ni depozit in ni vključena v sistem zagamčenih vlog. NLB Naložba Vita Mega je naložbeno življenjsko zavarovanje, pri katerem je donos v celoti odvisen od gibanja vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov. Tveganje, da bi znesek izplačila naložbenega življenjskega zavarovanja lahko bil nižji od zneska vplačila v naložbeno življenjsko zavarovanje prevzema zavarovalec.

Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi

Letnik 3, številka 8, november 2008

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

Urednik: mag. Robert Kleindienst

Namestnik: mag. Kruno Abramovič

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

Grafična priprava in lektoriranje: NLB d.d.

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

Naklada: 108.000 izvodov

Tisk: Bograf tiskarna d.o.o.

ISSN 1854-6757

Brezplačni izvod, november 2008

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.