

1. sklop

Osnovne značilnosti finančnega sistema in finančnih produktov

Predavatelj: Simon Logar

2026

Finančni sistem

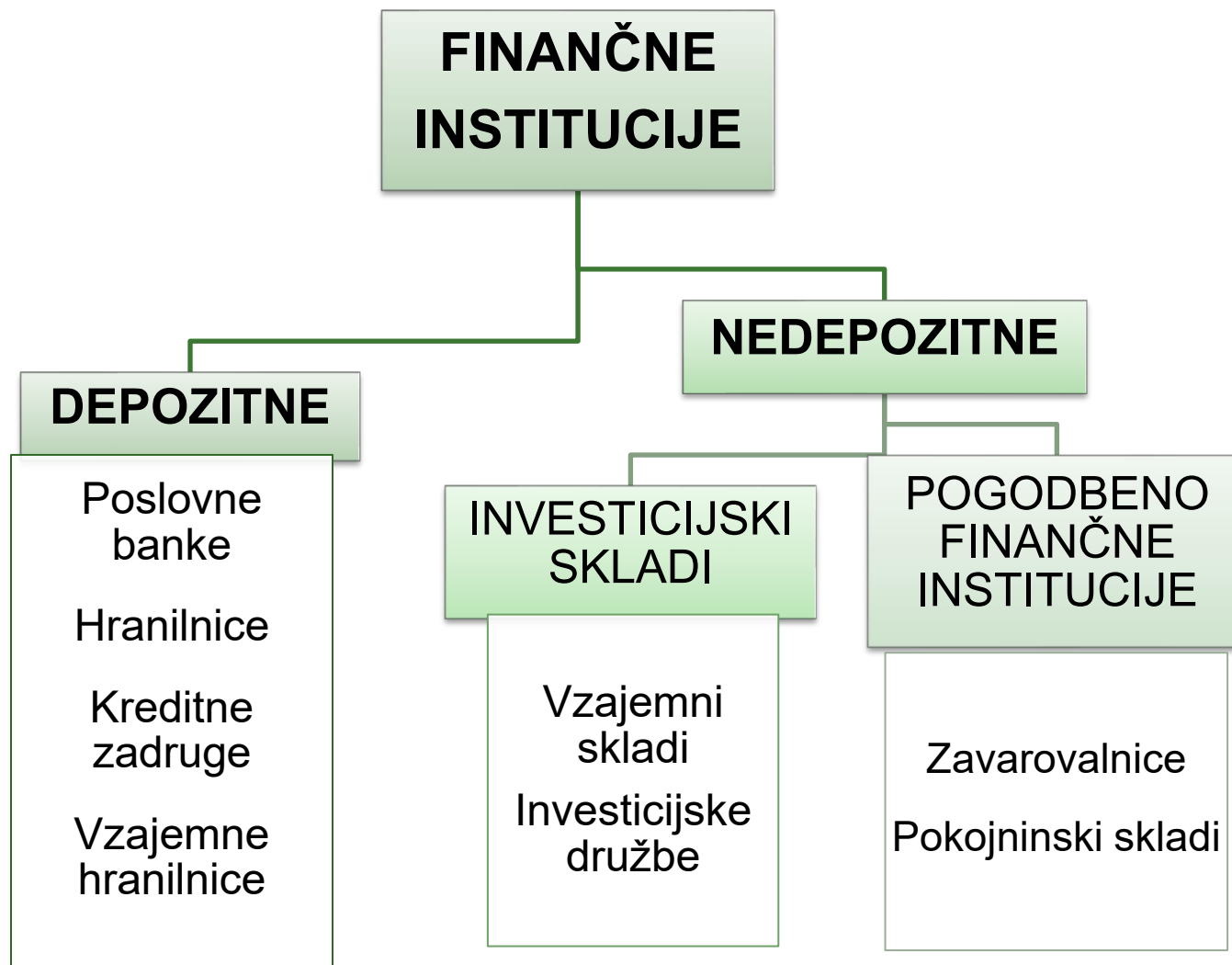
- Finančni sistem je pomemben del vsakega gospodarstva. Poglavitna naloga finančnega sistema, ki ga sestavljajo **finančne institucije, finančni trgi in finančni inštrumenti**, je vzpostavitev povezave med varčevalci (posameznik, gospodinjstva) in investitorji (podjetja).
- Na ta način se prihranki od varčevalcev do investorjev prenašajo učinkovito.



Finančni sistem

- Finančne institucije
 - Spremembe v svetu
- Finančni trgi
- Finančni instrumenti





Depozitne finančne institucije

- Skupna značilnost depozitnih finančnih institucij je zbiranje finančnih prihrankov varčevalcev na osnovi vlog oz. depozitov z različnim rokom zapadlosti (vloge na vpogled, vezane vloge).
- Depozitne finančne institucije največkrat prenašajo zbrana sredstva varčevalcev na deficitne gospodarske celice z odobravanjem posojil, delno pa tudi z nakupom njihovih vrednostnih papirjev.



Prednosti depozitnih finančnih institucij

- Ponujajo hranilne vloge, ki omogočajo takšne zneske in likvidnostne preference, kakršne želi večina suficitnih celic (npr. gospodinjstev);
- Prejete vloge preoblikujejo v posojila v takšni velikosti in zapadlosti, kot jo želijo deficitne celice (npr. podjetja);
- Prevezemajo tveganje za odobrena posojila;
- Imajo več izkušenj za ocenitev kreditne sposobnosti deficitnih celic (podjetij) kot posamezne suficitne celice (gospodinjstev);
- Diverzificirajo (razpršijo) posojila med številne deficitne celice in absorbirajo slabe kredite bolj kot jih lahko individualne suficitne celice;
- Vlagateljem za njihove prihranke zagotavljajo nominalno trdno vrednost.



Bančne vloge

- O bančni vlogi ali depozitu govorimo, ko vlagatelj položi denar na račun pri banki, banka pa se obveže, da mu denar z obrestmi vrne v dogovorjenem času. Banke varčevalcem nudijo **vloge na vpogled** in **vezane vloge**. Pri vlogah na vpogled vlagatelj kadarkoli svobodno dvigne denar s svojega računa, medtem ko lahko pri vezanih vlogah denar dvigne šele po koncu dogovorjenega obdobja ter za svojo vlogo prejme ustrezno višjo obrestno mero. Višina obrestne mere narašča s povečevanjem dobe vezave sredstev. Pomembna prednosti bančne vloge je **jamstvo za izplačilo vlog**, ki ga banka nudi svojim strankam, če le-ta zaide v stečajni postopek. Višina jamstva je omejena navzgor. Druge prednosti so **enostavnost**, **nizki stroški**, **možnost načrtovanja likvidnosti**,...



Pogodbeni finančni posredniki

- Na podlagi pogodb, ki jih sklenejo, zagotavlja različne vrste izplačil denarnih zneskov v prihodnje. Na pasivi premoženjske bilance imajo obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih **zavarovalnih** ali **pokojninskih pogodb**, na aktivih pa so različne finančne naložbe.
- Njihova primarna naloga je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, vzporedna pa opravljanje finančnega posredništva. V to skupino spadajo zavarovalne družbe in pokojninski skladi.





amazon

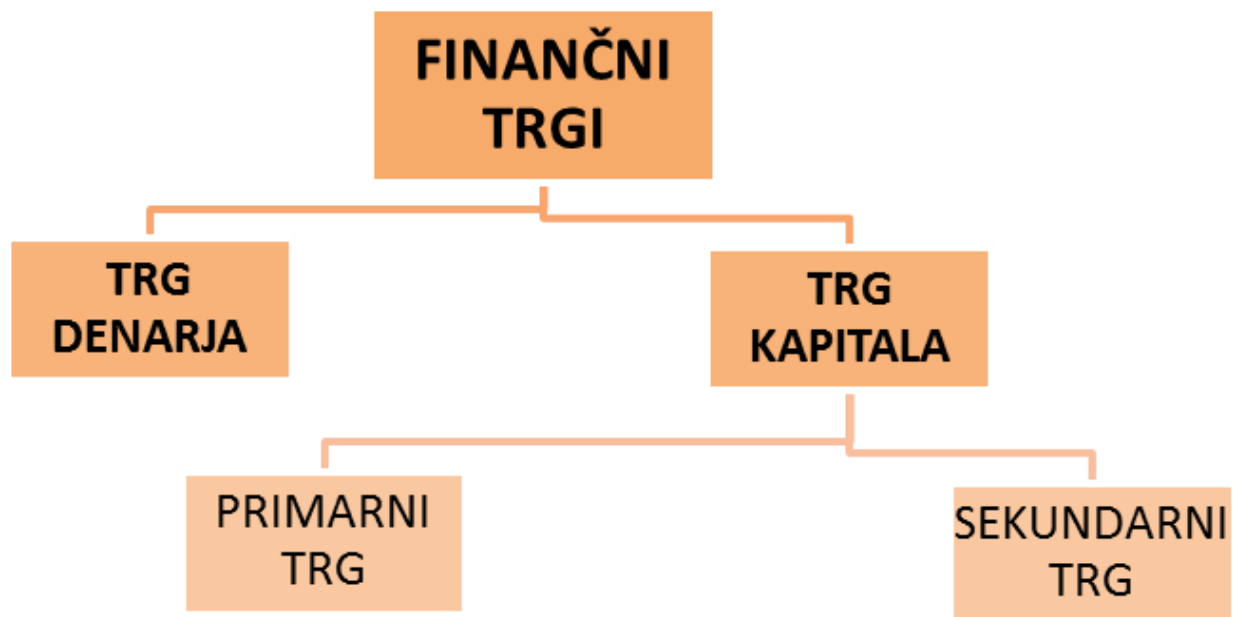


Microsoft

NETFLIX

Investicijski skladi

- Druga podskupina nedepozitnih finančnih posrednikov so **investicijski skladi**. Preko njih lahko posamezniki naložijo svoje finančno premoženje posredno v vrednostne papirje. Varčevalcem nudijo strokovno upravljanje njihovih prihrankov in jim z diverzifikacijo portfelja omogočajo zmanjševanje tveganja.
- Ti finančni posredniki imajo na pasivi svoje premoženjske bilance delnice, če gre za **zaprte** investicijske sklade (**investicijske družbe**), v primeru **odprtih (vzajemnih skladov)** pa investicijske kupone. Na aktivih imajo različne portfelje vrednostnih papirjev, skladno s poslovno politiko posameznega sklada.



FINANCIAL MARKETS

Finančni trgi

- **Finančni trgi s finančnimi institucijami predstavljajo mehanizem**, ki omogoča **prenos prihrankov** od tistih ekonomskih subjektov, ki **varčujejo** (običajno je to prebivalstvo), na tiste, ki investirajo v produktivne namene (običajno je to gospodarstvo).
- Gre za prenos tistega dela prihrankov ekonomskih subjektov, ki ga le-ti ne **porabijo** za svoje nefinančne naložbe (nepremičnine, oprema, znanje). Ta del prihrankov imenujemo finančni prihranki.

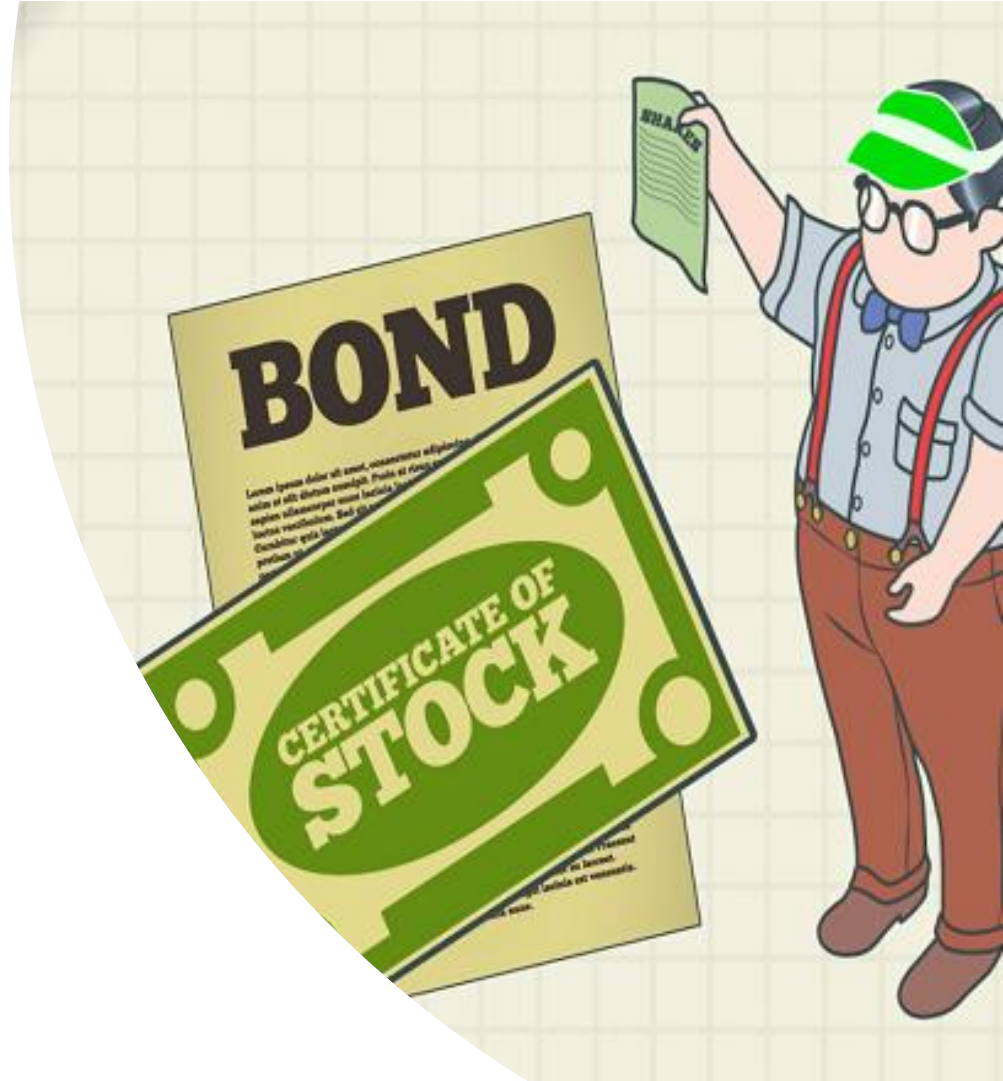
Delitev finančnega trga

- Finančne trge lahko razvrstimo v skupine na različne načine. Najširša delitev, ki se tudi največkrat pojavlja v literaturi, je delitev finančnega trga na **denarni trg** in **trg kapitala**.
- Trga se med seboj razlikujeta **glede na rok** prenosa finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam na finančnem trgu. Pomemben most med **denarnimi trgi** in **trgi kapitala** predstavljajo nekatere **finančne institucije**, predvsem poslovne banke.



Denarni trg

- Denarni trg je del finančnega trga na katerem se trguje s **kratkoročnimi** finančnimi instrumenti. To so **vrednostni papirji**, ki imajo do dospelja **manj kot eno leto**.
- Tipični kratkoročni vrednostni papirji so: **blagajniški zapisi** (izdajajo jih centralna banka in poslovne banke), **komericalni zapisi** (izdajajo jih nebančni izdajatelji) in **zakladne menice** kot državni vrednostni papir.

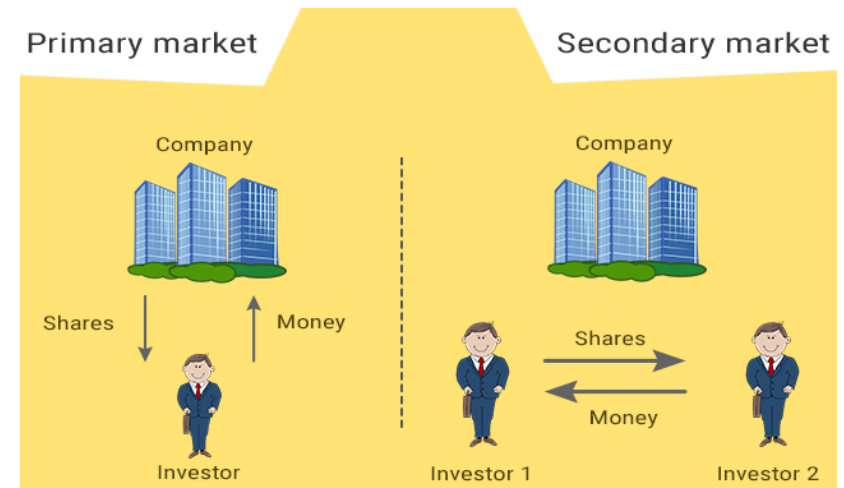


Trg kapitala

- Trg kapitala je del finančnega trga za dolgoročne finančne naložbe. V tržni ekonomiji opravlja predvsem naslednje funkcije:
 - omogoča in spodbuja oblikovanje čim večjega obsega prihrankov,
 - usmerja zbrane prihranke v najboljše možne investicije in
 - omogoča oblikovanje optimalne likvidnosti ekonomskih subjektov.
- Za učinkovito opravljanje teh funkcij je potrebno na trgu zagotoviti **varnost, zaupanje, transparentnost, likvidnost, stabilnost in donosnost.**

Primarni in sekundarni trg

- Trg vrednostnih papirjev delimo na **primarni** in **sekundarni** trg.
- **Primarni** trg vrednostnih papirjev je namenjen novoizdanim (emisijskim), **prvič ponujenim vrednostnim papirjem**. Cilj posameznika, podjetja, banke ali državne institucije je **z izdajo vrednostnega papirja priti do denarja za financiranje svojih izdatkov**.
- **Sekundarni** finančni trg je **namenjen trgovanju z že obstoječimi finančnimi oblikami**. Vrší se tako imenovana preprodaja vrednostnih papirjev in menjava lastništva.



Primarni in sekundarni trg (primer)

- Primarni trg: nakup delnice (IPO)



- Sekundarni trg: nakup delnice

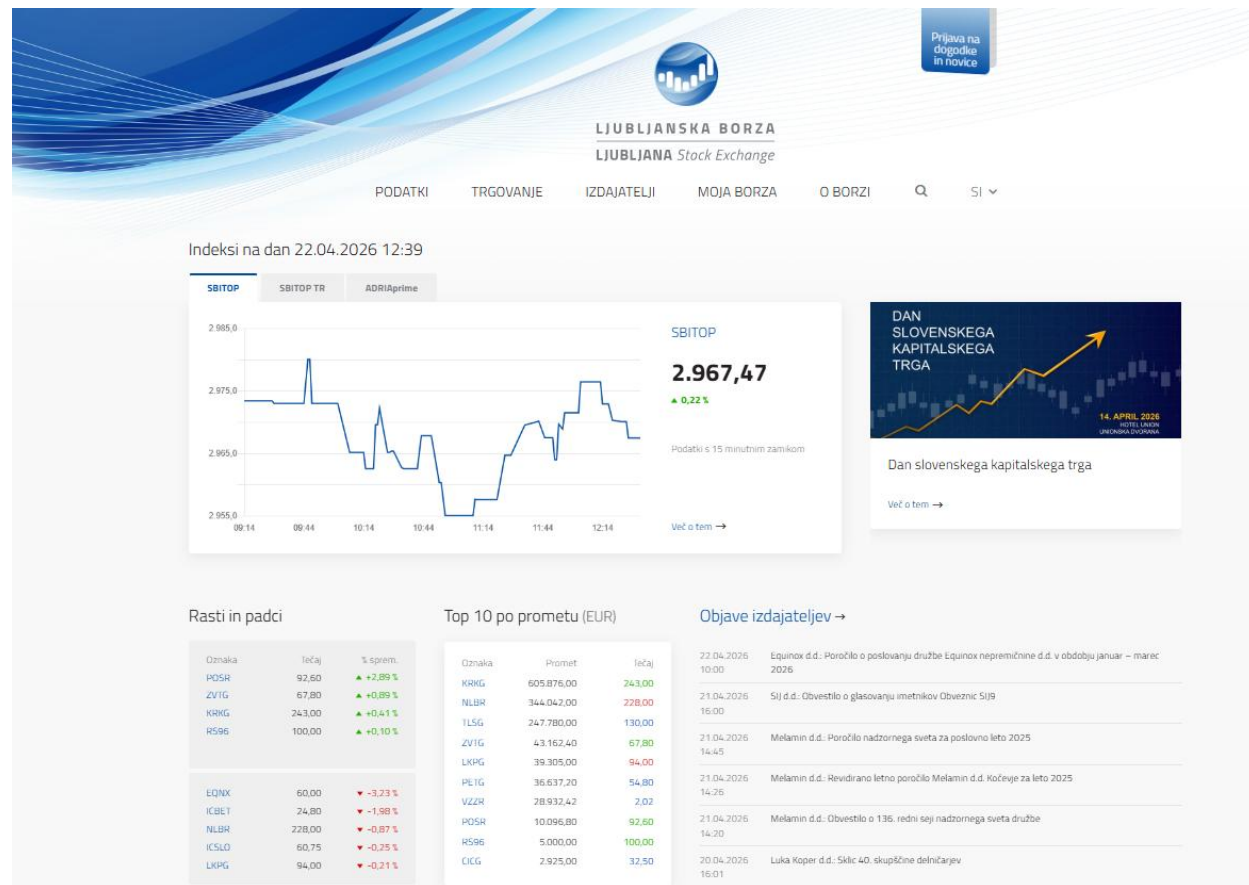


Trgovanje na trgu kapitala

- Na trgu kapitala poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi inštrumenti, in sicer z lastniškimi vrednostnimi papirji (delnice podjetij in finančnih institucij) in dolžniškimi vrednostnimi papirji (obveznice podjetij, bank, države, občin, državnih institucij in skladov).



Ljubljanska borza VP (LJSE)



Trg delnic – Prva kotacija

Prva kotacija

Model	Oznaka	ISIN	Zadnji	% sprem.	Čas	Odpiralni	Najvišji	Najnižji	Povprečni	Količina	Promet	Sektor
CT	CICG	SI0031103805	32,50	0,00 %	10:26:22	32,50	32,50	32,50	32,50	90,00	2.925,00	C
CT	KRKG	SI0031102120	243,00	+0,41 %	12:14:41	242,00	244,00	241,50	242,7388	2.496,00	605.876,00	C
CT	LKPG	SI0031101346	94,00	-0,21 %	11:50:55	94,20	94,20	94,00	94,0311	4.18,00	39.305,00	H
CT	NLBR	SI0021117344	228,00	-0,87 %	12:27:38	233,00	233,00	228,00	229,9746	1.496,00	344.042,00	L
CT	PETG	SI0031102153	54,80	0,00 %	12:07:37	54,80	54,80	54,20	54,7641	669,00	36.637,20	G
CT	POSR	SI0021110513	92,60	+2,89 %	11:35:38	90,80	92,60	90,80	90,9622	111,00	10.096,80	L
CT	TLSG	SI0031104290	130,00	0,00 %	12:07:55	130,00	130,00	130,00	130,00	1.906,00	247.780,00	K
CT	ZVTG	SI0021111651	67,80	+0,89 %	12:10:48	68,00	68,00	67,40	67,9723	635,00	43.162,40	L

Trg delnic – Standardna kotacija

Standardna kotacija

Model	Oznaka	ISIN	Zadnji	% sprem.	Čas	Odpiralni	Najvišji	Najnižji	Povprečni	Količina	Promet	Sektor
AUCT	CETG	SI0031100843	700,00	-	17.04.2026	-	-	-	-	0,00	0,00	C
CT	EQNX	SI0031117813	60,00	-3,23 %	12:24:58	60,00	60,00	60,00	60,00	5,00	300,00	M
AUCT	MKOG	SI0031101304	32,60	-	18.03.2026	-	-	-	-	0,00	0,00	C
AUCT	RELR	SI0031117995	102,00	-	06.02.2026	-	-	-	-	0,00	0,00	M
CT	SALR	SI0031110453	63,00	0,00 %	12:03:26	63,00	63,00	62,50	62,7083	12,00	752,50	G
AUCT	SKDR	SI0031110164	705,00	-	21.04.2026	-	-	-	-	0,00	0,00	L
AUCT	TCRG	SI0031100637	65,00	-	15.04.2026	-	-	-	-	0,00	0,00	I
CT	UKIG	SI0031108994	6,00	-	21.04.2026	-	-	-	-	0,00	0,00	C
CT	VZZR	SI0031118167	2,02	0,00 %	12:33:02	2,02	2,05	2,01	2,0204	14.320,00	28.932,42	L

Trg obveznic - Obveznice

Obveznice									
Model	Oznaka	Obrestna mera	Zapadlost	ISIN	Zadnji	% sprem.	Čas		
CT	GB02	9,25 %	22.11.2027	SI0022104499	-	-	-		
CT	GE03	5,20 %	26.04.2029	SI0032104687	-	-	-		
CT	RS74	1,50 %	25.03.2035	SI0002103487	86,03	-	25.03.2026		
CT	RS76	3,13 %	07.08.2045	SI0002103552	-	-	-		
CT	RS77	2,25 %	03.03.2032	SI0002103602	-	-	-		
CT	RS78	1,75 %	03.11.2040	SI0002103677	-	-	-		
CT	RS79	1,25 %	22.03.2027	SI0002103685	-	-	-		
CT	RS80	1,00 %	06.03.2028	SI0002103776	97,98	-	19.02.2026		
CT	RS81	1,19 %	14.03.2029	SI0002103842	97,18	-	16.10.2025		
CT	RS82	0,28 %	14.01.2030	SI0002103966	92,00	-	03.03.2026		

Denarni trg – Zakladne menice

Zakladne menice						
Model	↕ Oznaka	↕ Zapadlost	↕ ISIN	↕	Zadnji ↕	% sprem. ↕ Čas
CT	DZ116	07.05.2026	SI0002504007		98,68	- 27.08.2025
CT	DZ117	11.06.2026	SI0002504031		-	- -
CT	DZ118	09.07.2026	SI0002504064		-	- -
CT	DZ119	10.09.2026	SI0002504080		98,93	- 24.03.2026
CT	DZ120	07.01.2027	SI0002504155		98,19	- 02.04.2026
CT	DZ121	11.02.2027	SI0002504205		98,16	- 02.03.2026
CT	OZ22	08.10.2026	SI0002104972		97,66	- 11.07.2025
CT	OZ23	08.04.2027	SI0002105136		-	- -
CT	OZ24	07.10.2027	SI0002105318		-	- -

ETF

ETF

Model	Oznaka	ISIN	Zadnji	% sprem.	Čas	Odpiralni	Najvišji	Najnižji	Povprečni
CT	ICASH	HRICAMFEUMM1	106,66	-	14.04.2026	-	-	-	-
CT	ICBET	HRICAMFBETR5	24,80	-1,98 %	09:14:01	24,80	24,80	24,80	24,80
CT	ICCRO	HRICAMFC10B6	35,40	0,00 %	09:37:47	35,40	35,40	35,40	35,40
CT	ICGRO	HRICAMFERGB2	10,91	-	17.04.2026	-	-	-	-
CT	ICSLO	HRICAMFSBIB2	60,75	-0,25 %	11:01:01	60,75	60,75	60,75	60,75



- SI ENTER omogoča trgovanje z vrednostnimi papirji, ki niso uvrščeni na borzni trg in v primerjavi z OTC trgom zagotavlja transparentnejše ter boljše oblikovanje tečajev.
- VP papirji na trgu SI ENTER večinoma **niso primerni** za naložbe vzajemnih skladov.
- Na SI ENTER so bila uvrščena tudi prva potrdila o lastništvu (GDR).

Zadnje spremembe tečajev

Oznaka	Zadnji	% sprem.	Čas
DEHG	220,00	-	20.04.2026
PPDT	30,00	-	23.04.2024

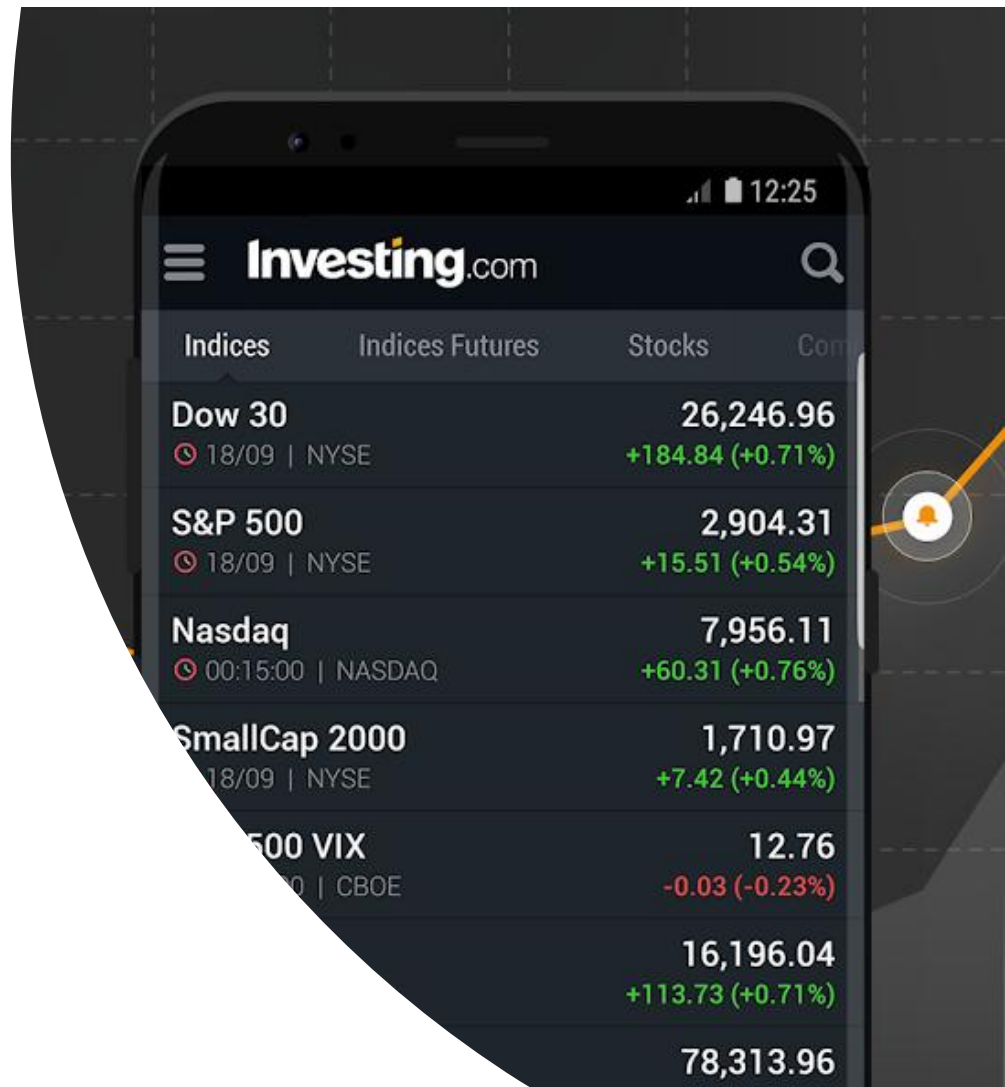
Finančni instrumenti (naložbe)

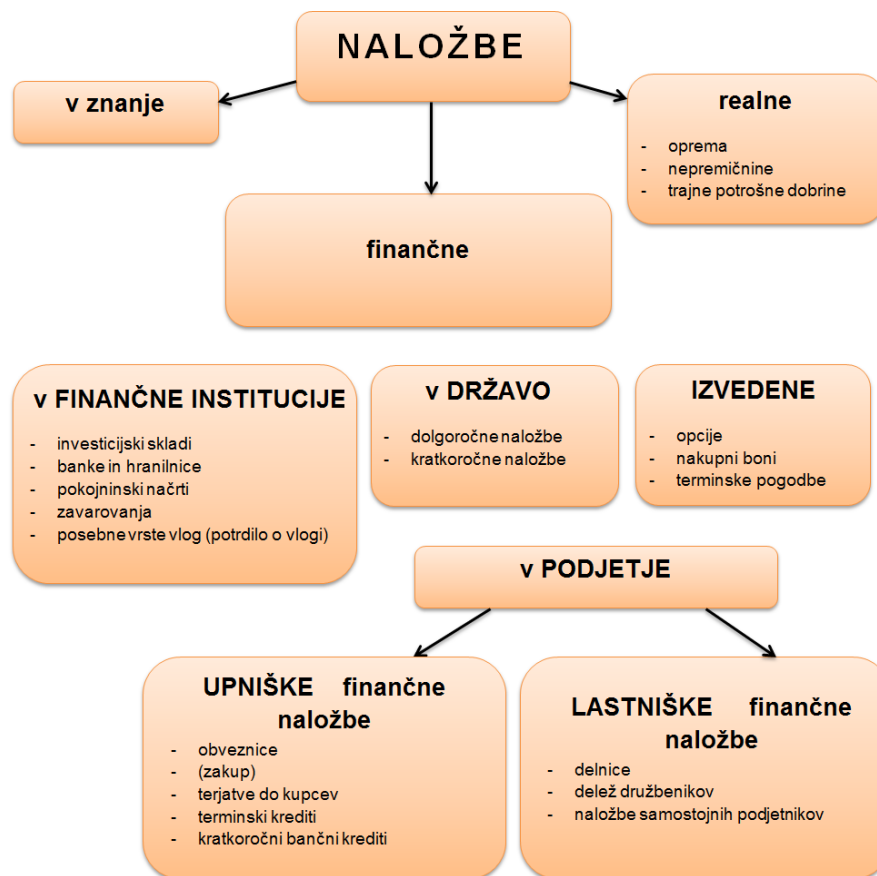
- S svojo dejavnostjo posamezniki pridobivajo denarna sredstva, ki jih delno porabijo za tekočo potrošnjo, preostali del, takoimenovane prihranke, pa lahko naložijo. **Prihranke** lahko naložijo **realno** ali **finančno**, in to bodisi **neposredno** ali pa **posredno** preko finančnih institucij.
- Če posameznik prihranke uporabi za nakup dolgoročnih realnih dobrin, govorimo o realnih naložbah, če pa prihranke prenese na druge ekonomske subjekte, je prenos v sodobnih ekonomijah praviloma finančne narave, zato govorimo o finančnih naložbah.



Inovativnost pri finančnih naložbah

- Vsako leto se pojavi cela **vrsta novih finančnih naložb**. Finančne institucije, podjetja kot tudi država ponujajo vlagatelju pestro izbiro finančnih naložb za izdelavo osebne premoženjskega načrta.
- Poiskati si mora finančni program, ki mu omogoča najbolj **optimalno rešitev finančne varnosti in uresničitev ciljev**, ki si jih je zastavil. Ob tem se mora zavedati, da zastopniki bank, zavarovalnic in drugih finančnih institucij ne delajo le za interes vlagatelja, temveč tudi za svoj interes in interes delodajalca (**konflikt interesov**).
- V nadaljevanju je prikazana temeljna delitev naložb na **realne** naložbe, **finančne** naložbe in naložbe v **znanje**. Finančne naložbe so nadalje razvrščene glede na izdajatelja.





Investicijski skladi

- Pomen investicijskih skladov.
- V zadnjem času postajajo investicijski skladi eden izmed pomembnih udeležencev na finančnih trgih tako v Sloveniji, še bolj pa drugod po svetu, kjer vedno bolj pridobivajo na svoji pomembnosti.
- Zanimivi postajajo predvsem zaradi svojih prednosti, ki jih imajo pred drugimi oblikami varčevalnih naložb. V svetu in počasi tudi pri nas se vse več investorjev odloča za tovrstne naložbe.
- V Sloveniji z naskokom prevladujejo odprti investicijski skladi.



O katerih skladih se bomo pogovarjali?

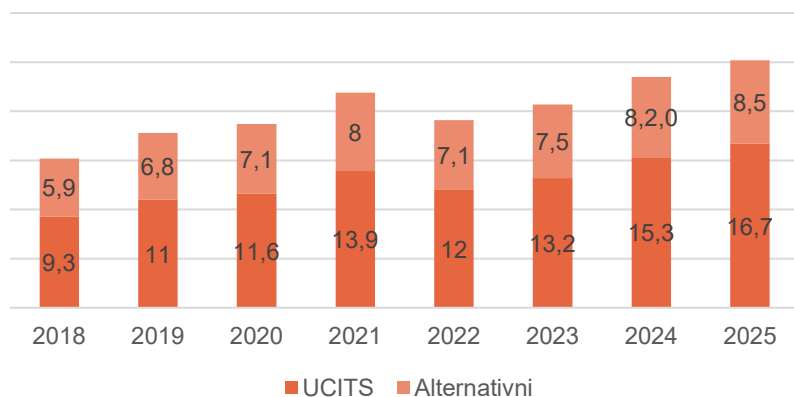
- Dve najbolj razširjeni vrsti skladov v EU.
 - „Navadni“ skladi (UCITS oz. KNPVP)
 - Alternativni (AIF)
- Mi se bomo skozi predavanje pogovarjali o **UCITS skladih**.
 - UCITS skladi so namenjeni sleherniku.
- **Alternativni skladi** so namenjeni predvsem dobro poučenim vlagateljem in institucionalnim vlagateljem.
 - Tema dvema skupinama vlagateljem sklade navadno **ne prodajajo bančni svetovalci** oziroma svetovalci za prodajo skladov, zato za nas niso zanimivi.



Evropski in svetovni trg vzajemnih skladov

Navadni (UCITS) in alternativni skladi

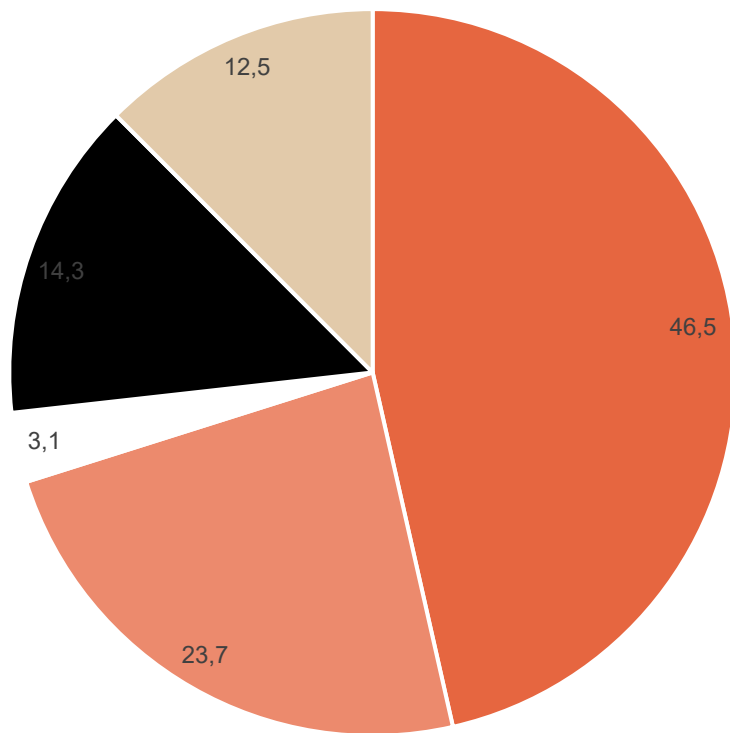
Sredstva glede na dve osnovni vrsti skladov v EU v bilijonih EUR:



Vir: EFAMA

- Večina sredstev je še vedno naložena v UCITS sklade.
- V Sloveniji izrazito prevladujejo UCITS vzajemni skladi.
- Alternativni skladi so v Sloveniji še v povojih.

Delež posameznih tipov vzajemnih skladov glede na sredstva v Evropi (2022)

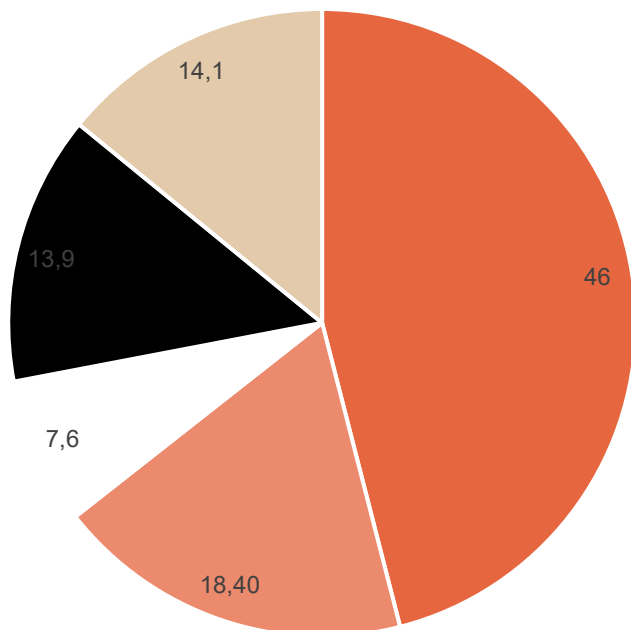


■ Delniški skladi ■ Obvezniški skladi ■ Ostali skladi
■ Mešani skladi ■ Skladi denarnega trga

Vir: EFAMA *UCITS skladi

- Na prvem mestu so delniški skladi, podobno kot v Sloveniji.
- Obstaja pomembna razlika:
 - V SLO so delniški skladi z naskokom na prvem mestu.
 - V Evropi je v manj tvegane sklade (Obvezniški skladi, skladi denarnega trga in mešani skladi) naloženo več kot 50 % vseh sredstev.

Delež posameznih tipov skladov glede na sredstva v Svetu (2022)



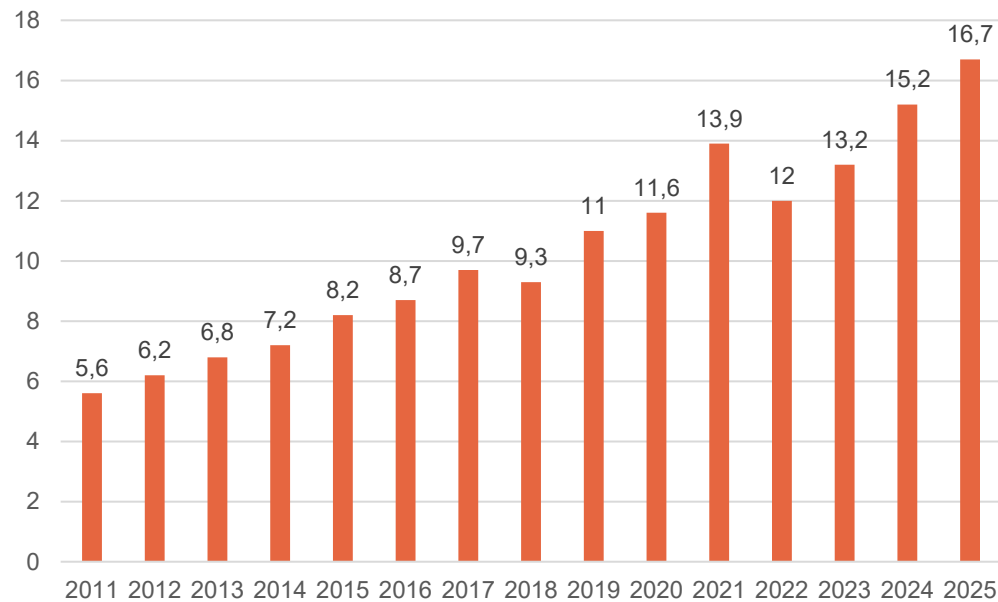
- Delniški skladi
- Obvezniški skladi
- Ostali skladi
- Mešani skladi
- Skladi denarnega trga

- Na prvem mestu so delniški skladi podobno kot v Sloveniji in Evropi.

Vir: EFAMA

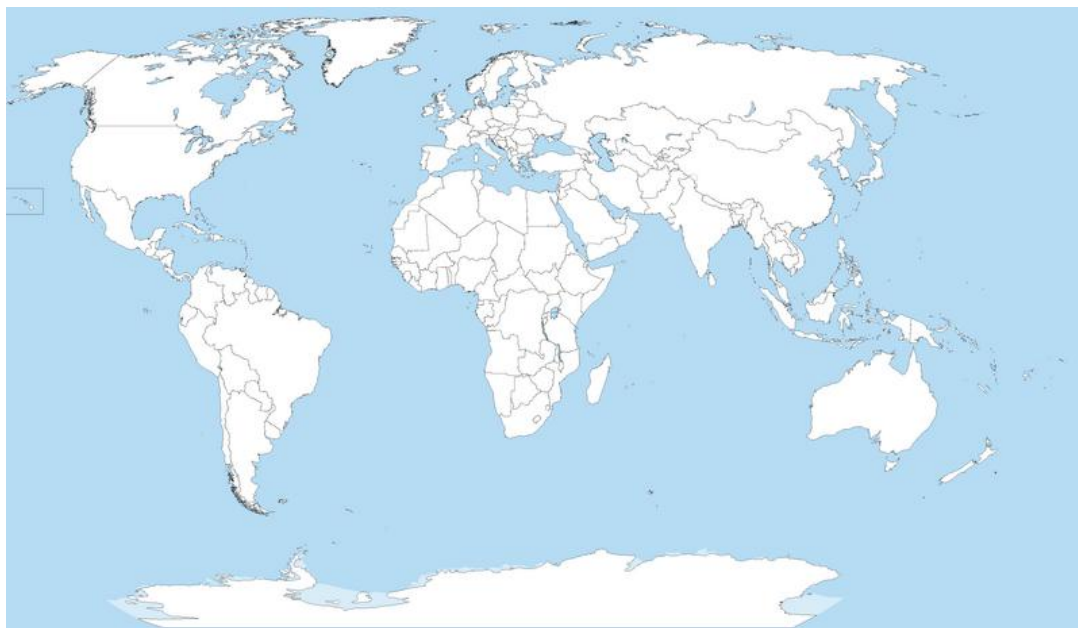
Rast sredstev skladov v Evropi skozi leta

■ v biljonih EUR

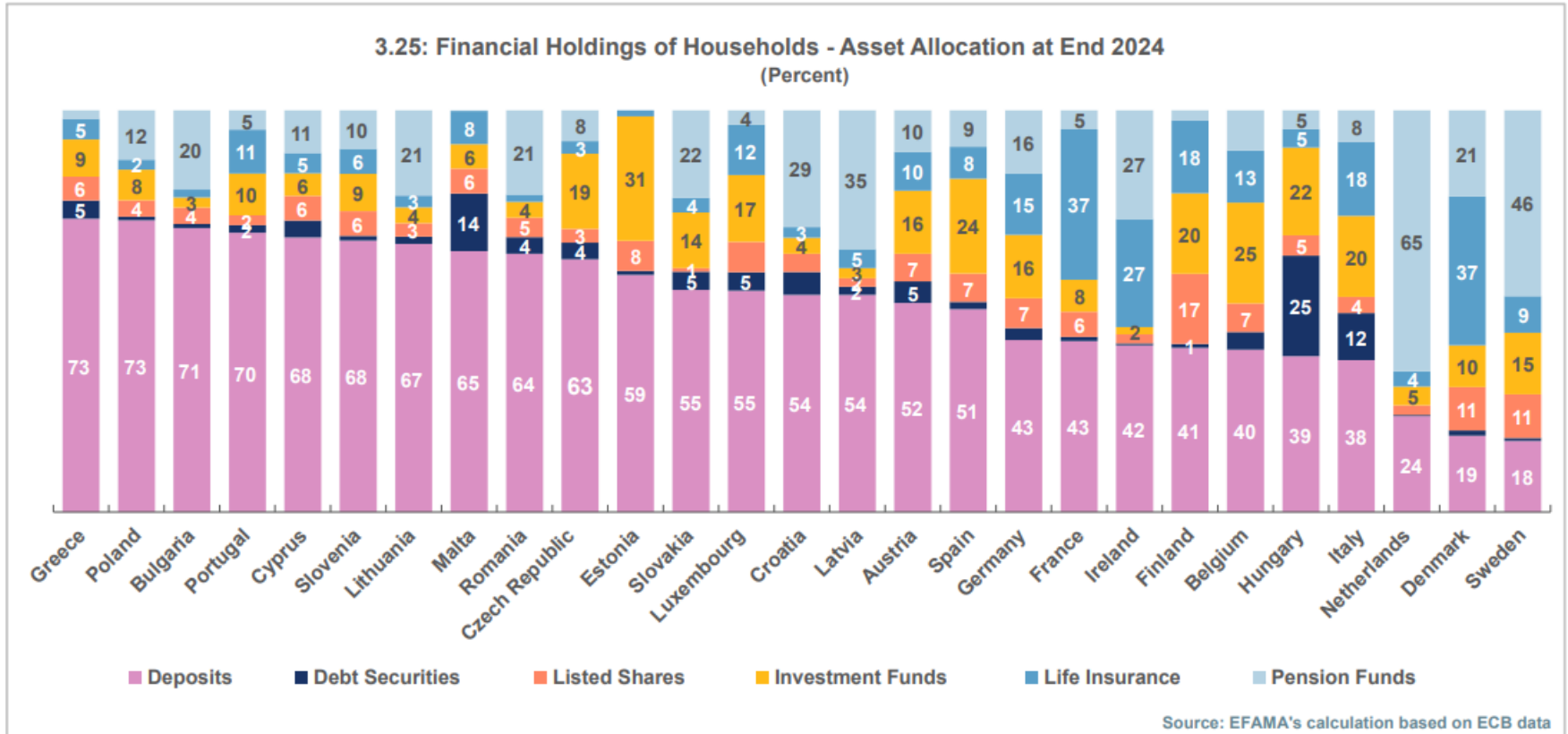


Svetovni deleži glede na sredstva skladov

- **ZDA: 51,5 %**
- **Evropa: 30,5 %**
- **Kitajska: 5,7 %**
- **Ostali trgi v razvoju: 6,2 %**
- **Ostali razviti trgi: 6,1 %**



Slovenci podpovprečno varčujemo v VS



Vir: EFAMA

Značilnosti trga vzajemnih skladov v Sloveniji

- Veliko vzajemnih skladov.
 - Več kot 200 (tuji in domači ponudniki).
- Vedno manjše število družb za upravljanje
 - Konsolidacija zaradi racionalizacije (5 DZU v letu 2025)
 - Primorski Skladi, Sava Infond, Generali Investments, Triglav Skladi, NLB Skladi
- V preteklosti značilna neustrezna globalna razpršitev premoženja in prevelika izpostavljenost slovenskemu ter balkanskemu trgu vrednostnih papirjev.
 - Stanje se izboljšuje iz leta v leto.



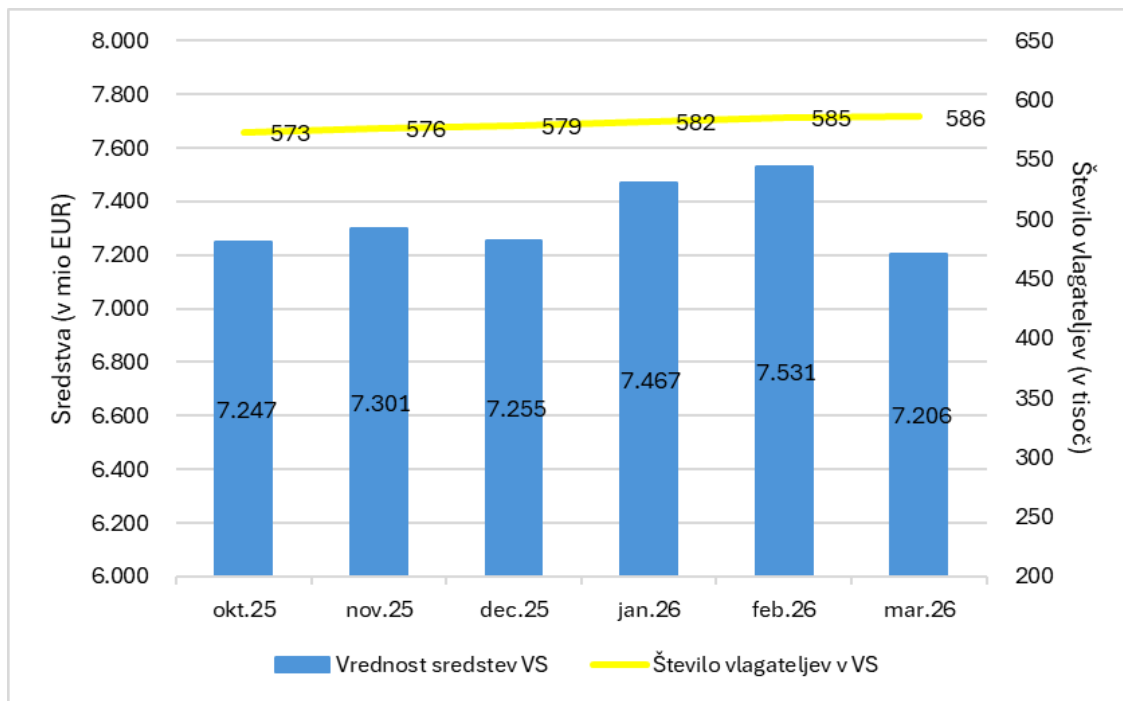
Splošni podatki o poslovanju VS v SLO

	31. 12. 2023	31. 12. 2024
Število družb za upravljanje	5	5
Število vzajemnih skladov	77	71
– delniški skladi	53	49
– mešani skladi	13	12
– obvezniški skladi	8	7
– skladi denarnega trga	2	2
– drugi skladi	1	1
Vrednost sredstev vzajemnih skladov (v mio EUR)	4.812	6.265
Število KNPVP oblikovnih v drugih državah članicah, ki se tržijo v RS	138	154
Stanje naložb rezidentov v KNPVP, oblikovanih v drugih državah članicah, ki se tržijo v RS (v mio EUR)	272	373

Vir: ATPP

- Slovenski DZU ponujajo 78 skladov različnih tipov.
- V SLO je na trgu tudi 119 skladov tujih ponudnikov.
- Sredstva VS so dosegla 7,2 mrd EUR.

Vrednost sredstev vzajemnih skladov in število vlagateljev v vzajemne sklade v obdobju od oktobra 2025 do marca 2026



Vir: ATPV

V letu 2025 se je število vlagateljev v VS slovenskih DZU povečalo za 24.388 na 578.550.

Neto prilivi v slovenske DZU v 1000 EUR

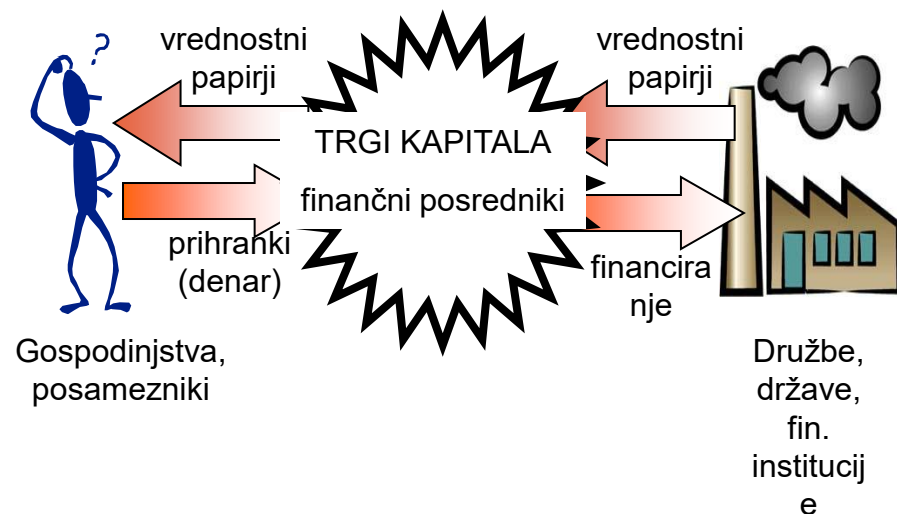


Vir: ATVP

Delnice in trgi kapitala

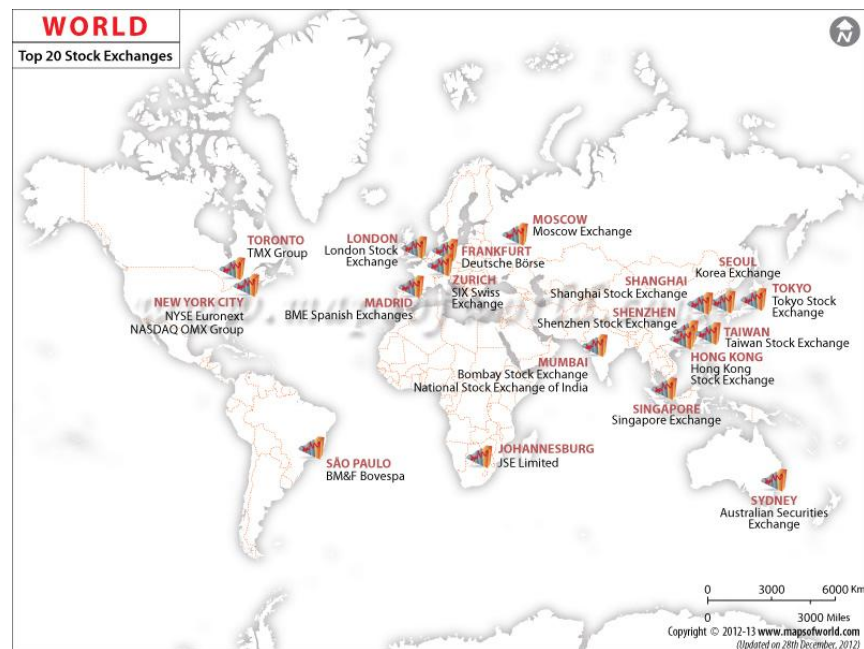
Trgi kapitala

- Trgi kapitala omogočajo:
 - Podjetjem: vir financiranja
 - Vlagateljem: naložbene priložnosti.
- Temeljna funkcija trgov kapitala:
 - Prenos sredstev od tistih, ki imajo denar (gospodinjstva), k tistim, ki ga potrebujejo (družbe)



Svetovne borze

- Najbolj znane svetovne borze
- Slovenci imajo navadno prvi stik z Ljubljansko borzo vrednostih papirjev (LJSE).
- Na LJSE lahko VP kupujejo fizične osebe, pravne osebe in različni institucionalni vlagatelji (vzajemni skladi, pokojninski skladi, itd.).



Delniški indeksi v svetu

- **Delniški indeksi:** opisujejo splošno gibanje delniških tečajev:
 - sestavljeni so iz delnic različnih družb
 - so pripomoček investitorjem (da vedo, v katero smer se gibljejo tečaji delnic nasploh)

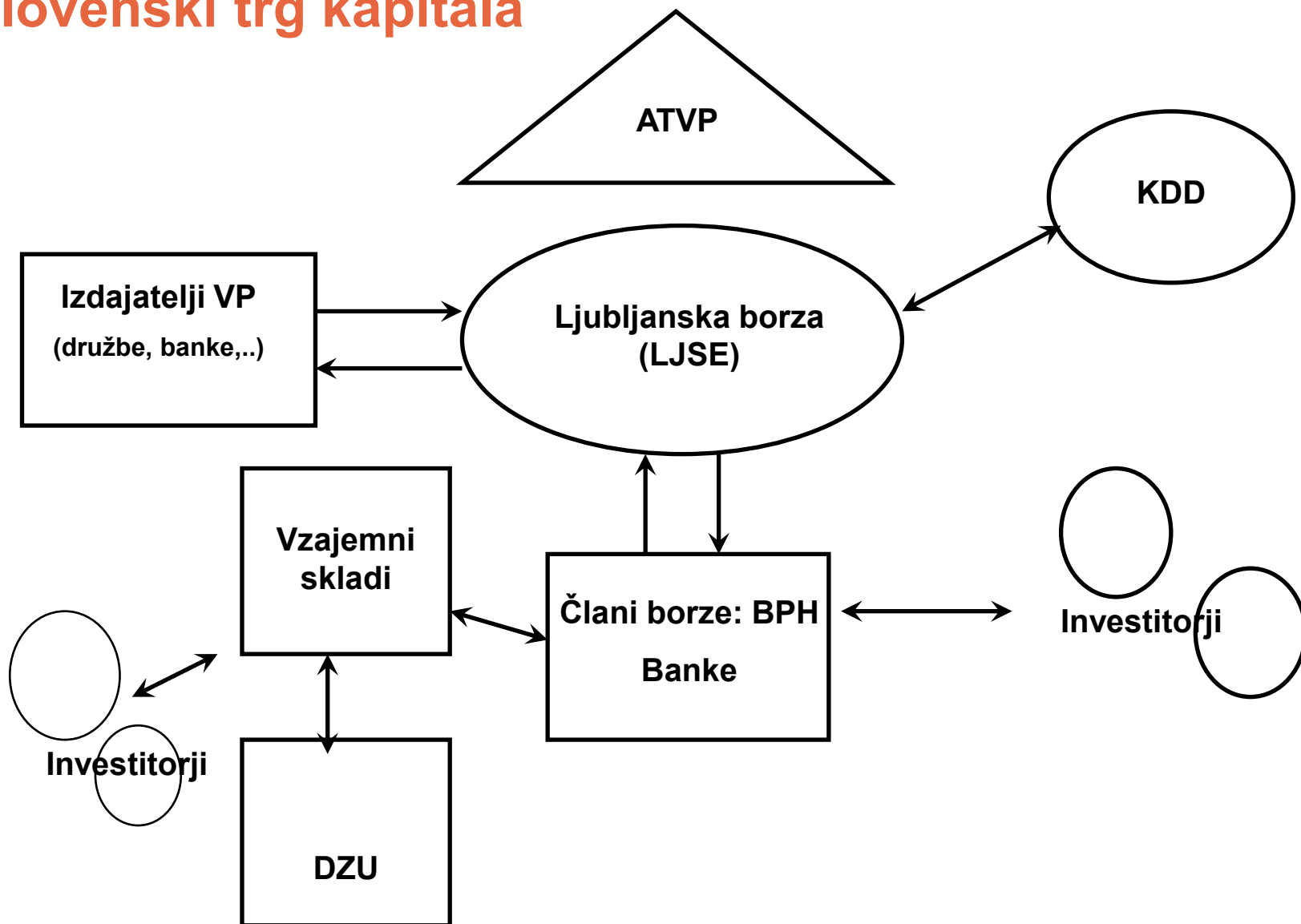


Najbolj znani svetovni delniški indeksi

- ZDA
 - Dow Jones
 - S&P 500
 - Nasdaq
- Japonska
 - Nikkei
- Združeno Kraljestvo
 - FTSE
- Nemčija
 - Dax
- Slovenija
 - SBITOP



Slovenski trg kapitala



Delnice

- **Z nakupom delnice postanete solastnik podjetja!!**

Podjetje kupite, ker pričakujete, da bo dobra naložba, da bo torej poslovalo z dobičkom in da bo dobiček izplačan lastniku.

- Kapital: načeloma razdeljen na enake enote nominalna vrednost delnice
- Večina delnic je rednih ali navadnih.

AKTIVA	PASIVA
	DOLG
	KAPITAL



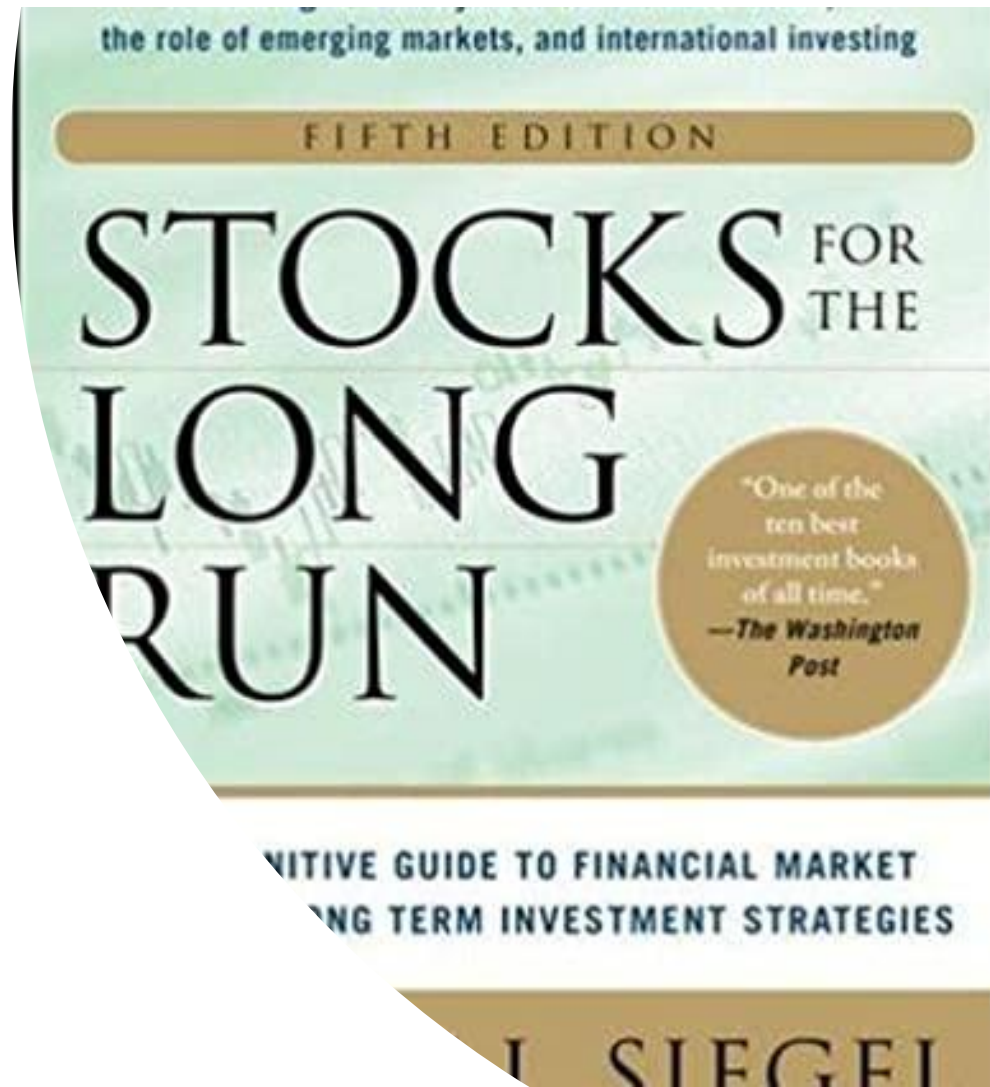
Pravice imetnika rednih delnic

- **Dobiček podjetja** pripada lastniku podjetja, torej delničarjem. Dobiček je delničarjem izplačan prek dividend.
- **Imenovanje nadzornega sveta (in uprave** prek njega) izvede lastnik podjetja = delničarji prek glasovanja na skupščini.
- Upravičenje do ustreznega deleža premoženja družbe v primeru likvidacije in stečaja.
- Druge pravice: predkupna pravica ob izdaji novih delnic, možne druge prednostne pravice.



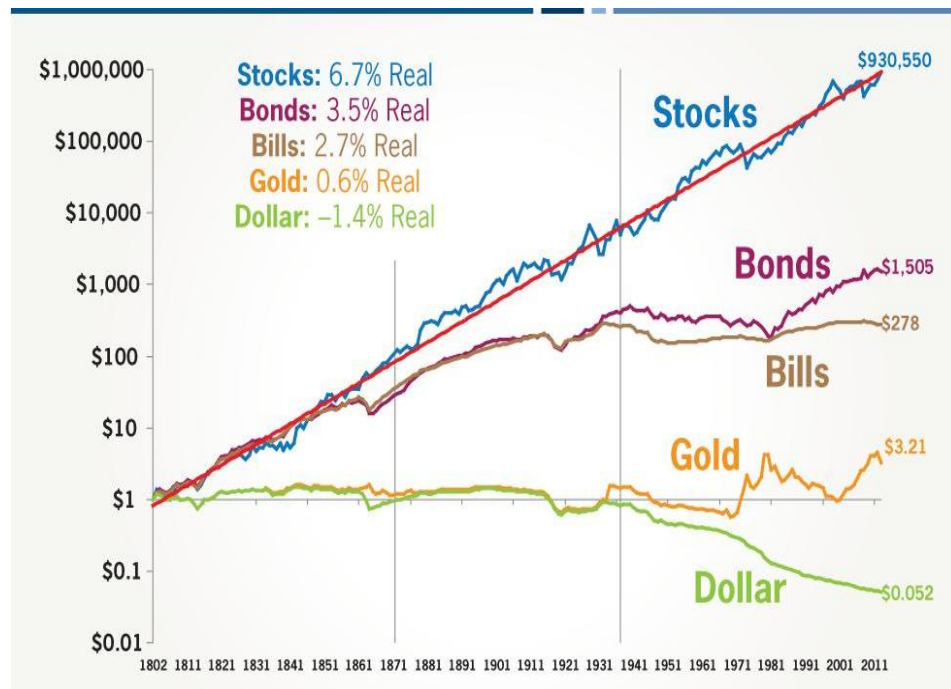
Donosnost delnic

- **V splošnem:** pričakovana nominalna donosnost delnic je **od 7 % do 9 %**.
- Ob predpostavki 2 % inflacije: dolgoročna realna donosnost delnic **znaša med 5 % in 7 %**.
- V 200 letni zgodovini ameriškega delniškega trga (edini s tako dolgo serijo zanesljivih podatkov) so delnice v povprečju dosegle **9 % nominalno donosnost**.



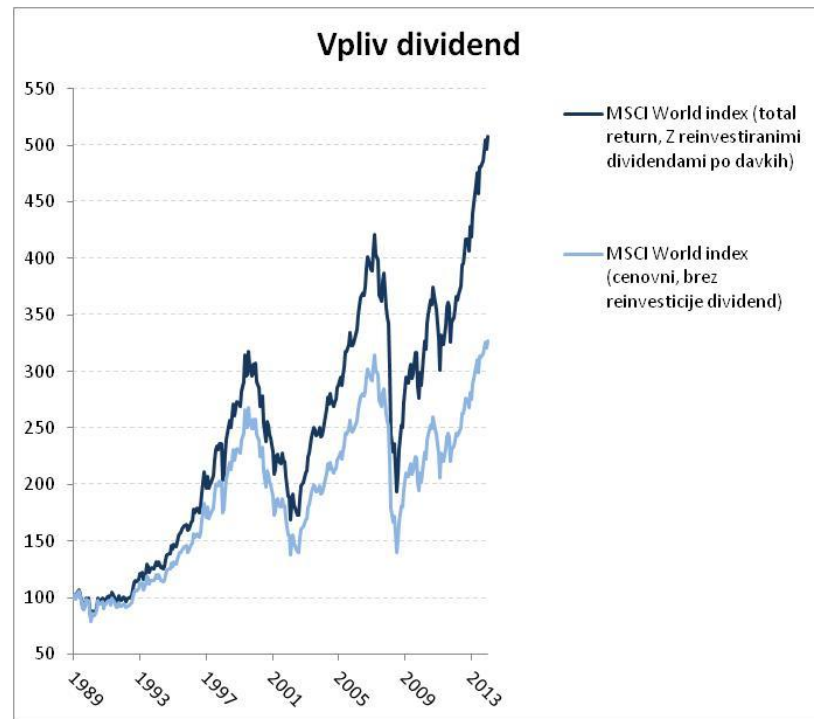
Realna donosnost delnic

- **Realna vrednost ameriških delnic se je podvojila vsakih 11 let, oz. 9 krat v zadnjih 100 letih.**



Kaj nam delnice prinašajo?

- **Sprememba cene delnice** – kapitalna donosnost
- **Izplačilo dividende** (= del poslovnega dobička družbe) - v povprečju okoli 2-3% letno).



Viri: Jeremy J. Siegel; Stock for the long run, MSCI.

Od česa vse je odvisna donosnost delnic?

- Donosnost delnic je odvisna od naslednjih temeljnih dejavnikov:
 - **gospodarske uspešnosti** ekonomij in panog,
 - **uspešnosti poslovanja** posameznega izdajatelja (vključno s spremembami pričakovanj investorjev glede prihodnje uspešnosti),
 - **sprememb v tveganju** delnic,
 - **ravni obrestnih mer** v gospodarstvu,
 - **pričakovanj** tržnih udeležencev (psihološki dejavniki, špekulacije, ...).



Od česa je na dolgi rok najbolj odvisna donosnost delnic?

- NA DOLGI ROK JE **DONOSNOST POSAMEZNE DELNICE ODVISNA PREDVSEM OD USPEŠNOSTI POSLOVANJA DRUŽBE**, KI JE DELNICE IZDALA!



Think **Different.**

Donosnost delnic

- Je vsota dividend in spremembe cene delnice.
 - Primer: Danes kupim delnico podjetja X po 100 EUR. Čez 1 leto delnico prodam po 120 EUR; vmes je vsaka delnica prinesla še 5 EUR dividende.

$$r = \frac{P_1 - P_0 + DIV}{P_0}$$

donosnost = 25%



Vrednotenje delnic

- Vrednost družbe NI le vrednost sredstev družbe, od katere odštejemo dolg (to je likvidacijska vrednost); ko nekdo kupi delnice družbe, v bistvu kupi prihodnje dobičke izdajatelja.
- **Vrednost delnice je odvisna od pričakovanih tržnih udeležencev o prihodnji uspešnosti poslovanja:** bolj uspešna je družba, višjih dividend se lahko v povprečju nadejajo vlagatelji
- Eden od načinov za določanje vrednosti družbe je prek diskontirane vrednosti prihodnjih dividend

$$P_0 = \frac{Div_1}{r - g}$$

; kjer je P_0 = cena danes, Div_1 = pričakovana dividenda v prihodnjem letu, r = strošek kapitala, g = pričakovana dolgoročna rast dividend



Vrednotenje delnic

- Cena na trgu se ustvari na podlagi tržnega konsenza o vrednosti družbe. Tržna cena ali tečaj vrednostnega papirja se oblikuje glede na obseg **ponudbe in povpraševanje** na trgu.
- Cena delnic pogosto nima nobene zveze z računovodsko vrednostjo delnice.
- Tržna cena (tečaj) delnice ni nujno enak kot njena vrednost. Razlog za odstopanja so lahko predvsem napačne ocene povprečnega tržnega udeleženca, špekulacije in psihološki dejavniki.



Tveganje delnic

- Delnice so na splošno **najbolj tvegana naložbena skupina** od osnovnih naložbenih skupin:
 - možno je sicer tudi, da je npr. določena izdaja obveznic ali celo kratkoročnega vrednostnega papirja bolj tvegana od delnice nekega drugega izdajatelja.
- Donosnosti delnice so **PRIČAKOVANE**
 - Obstaja tveganje, da pri prodaji v prihodnosti cena ne bo taka, kot danes pričakujemo.
- Delnice so tvegane zato, ker na njihovo vrednost vplivajo **dejavniki, ki jih danes še ne poznamo!**
- (zlasti prihodnja uspešnost ekonomij, prihodnja uspešnost poslovanja posameznega izdajatelja, tveganje poslovanja in gibanja ravni obrestnih mer).



Tveganje delnic

- K tveganju delnic (zlasti na kratek rok) pripomorejo tudi psihološki dejavniki na trgu kapitala.
- **Nadpovprečno visoka pričakovana in pretekla donosnost** delnic ni nič drugega kot **nagrada vlagateljem za sprejemanje tveganja!**
- Če bi bila pričakovana donosnost delnic tako nizka kot donosnost bančnih vlog, v delnicah ne bi varčevala nobena racionalna oseba.



Kaj točno je tveganje?

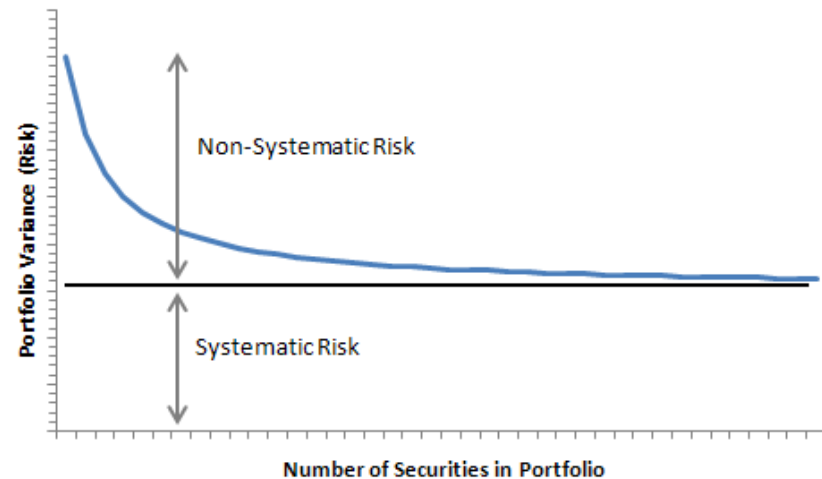
- Realna pričakovana donosnost delnic je med 5 % in 7 %, lahko se pa od te razlikuje. Za koliko se lahko razlikuje? Lahko to razliko ocenimo?
- Za ameriški indeks S&P 500 lahko trdimo s 95 odstotno stopnjo verjetnosti napovemo, da bo realna donosnost v prihodnjem letu znašala med -29,2 % in 42,3 %.
- S 95 odstotno stopnjo verjetnosti napovemo, da bo povprečna letna realna donosnost v prihodnjem 30-letnem obdobju znašala med 3,3 % in 9,8 %.



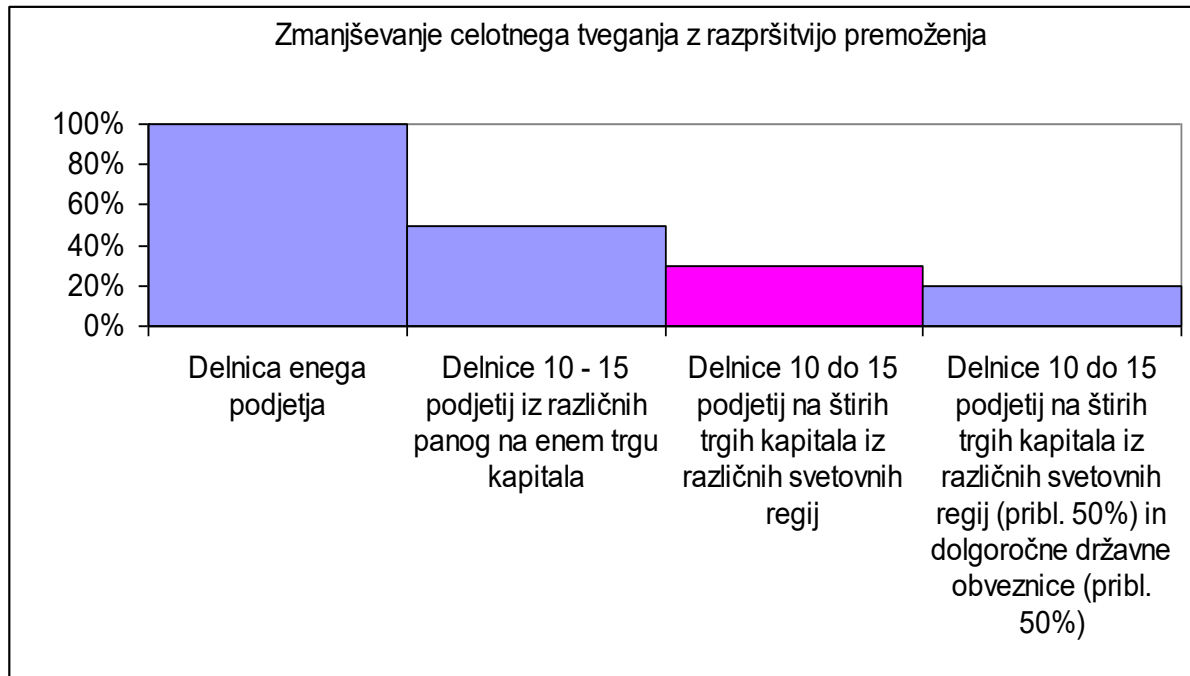
Povprečne letne realne donosnosti	95 % verjetnost	
	Od	Do
1-letno obdobje	-29,2 %	42,3 %
3-letno obdobje	-13,2 %	26,3 %
5-letno obdobje	-7,8 %	20,9 %
10-letno obdobje	-2,3 %	15,4 %
20-letno obdobje	1,4 %	11,7 %
30-letno obdobje	3,3 %	9,8 %

Sistematično in specifično tveganje

- Tveganje delimo na sistematično in specifično.
- **Sistematično** tveganje: ni moč odpraviti z razpršitvijo premoženja na različne naložbe in ga povzročajo dejavniki, ki hkrati vplivajo na vse naložbe na določenem trgu kapitala.
- **Specifično** tveganje: povzročajo dejavniki na ravni posameznega izdajatelja vrednostnega papirja, države ali pa panoge.
- **Specifično tveganje se da s preudarno razpršitvijo premoženja znižati tudi za 80-odstotkov (glede na tveganje, ki ga prinaša povprečna delnica)!!!**
- Investitor je na učinkovitem trgu kapitala nagrajen le za prevzemanje sistematičnega tveganja.



Končni učinki učinkovite razpršitve premoženja

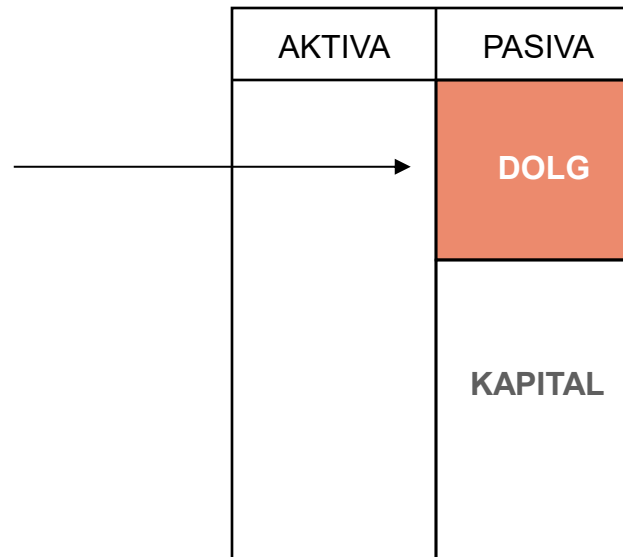


Vir: Robert Kleindienst, Varčevanje v domačih in tujih delnicah

Obveznice in drugi vrednostni papirji

Obveznice

- Kdor kupi obveznico podjetja posodi denar podjetju.
- Obveznica = posojilo izdajatelju obveznice (podjetje, država,...)

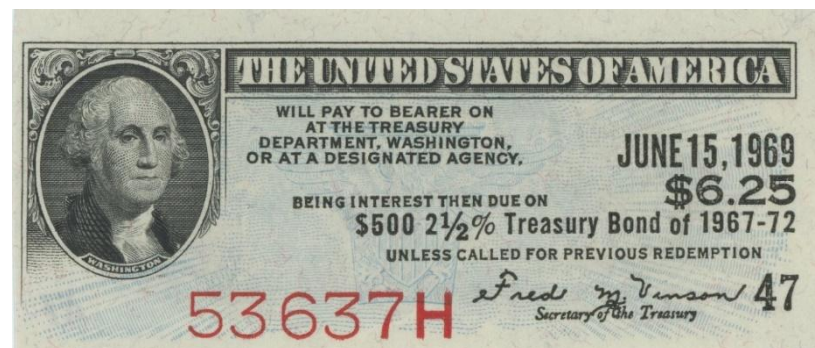


AKTIVA	PASIVA
	DOLG
	KAPITAL

Značilnosti obveznic

- Izdajatelj plačuje **obresti** (npr. polletno) **in vrne glavnico** (npr. ob zapadlosti čez 5 let na 30.6.2025).
- Cena obveznice je obratno sorazmerna obrestni meri, ki jo prinaša: povečanje cene pomeni manjšo obrestno mero.
Primer: 2-letna obveznica z letnim izplačilom kupona

$$P = \frac{kupon}{1+r} + \frac{kupon}{(1+r)^2} + \frac{glavnica}{(1+r)^2}$$



Značilnosti obveznic

- Način izplačevanja obresti: četrtno, polletno, letno, brezkuponske.
- Različni izdajatelji: podjetniške, državne.
- Različne vrste obveznic: brez dospelosti, zamenljive obveznice (v delnice).



Ključna tveganja pri obveznicah

- Kreditno tveganje:
 - izdajatelj ne vrne dolga pravočasno in v celoti;
 - nižja kot je boniteta izdajatelja, višje je kreditno tveganje.
- Tveganje spremembe obrestne mere:
 - dvig (padec) tržnih obrestnih mer praviloma povzroči znižanje (povečanje) tržne cene;
 - daljša, kot je ročnost obveznice, večje je to tveganje.
- Valutno tveganje:
 - sprememba valutnih tečajev (slovenskega investitorja zanima donos v EUR).



Kreditno tveganje (kakovost izdajatelja)

■ Bonitetne ocene

- znani agenciji: Standard & Poor's in Moody's.

■ Varne in špekulativne obveznice.

Moody's	S&P's
Aaa	AAA
Aa	AA
A	A
Baa	BBB

Tveganje nevračila dolga je majhno. Za obveznice z boniteto AAA je praktično nemogoče, da kupec ne dobi obresti in glavnice.

Moody's	S&P's
Ba	BB
B	B
C	C
D	D

Tveganje nevračila dolga je znatno. Donosnost je zato večja, če izdajatelju uspe plačati obveznosti.

Bonitetne ocene

- **Moody's:**
 - nižja kot je bonitetna ocena, večja je verjetnost za neplačilo
 - Izjemno malo izdajateljev z investicijsko bonitetno oceno (Baa ali višje) v roku enega leta ni bilo sposobnih poplačati svojih dolgov

Average One-Year Letter Rating Migration Rates, 1920-2008 ¹										
From/To	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca_C	Default	WR
Aaa	87.365	7.487	0.845	0.176	0.032	0.001	0.001	0.000	0.000	4.092
Aa	1.243	84.949	6.623	0.697	0.165	0.036	0.007	0.004	0.068	6.208
A	0.082	3.000	84.972	5.304	0.671	0.105	0.025	0.008	0.078	5.755
Baa	0.042	0.291	4.576	81.239	5.000	0.780	0.146	0.016	0.285	7.624
Ba	0.007	0.082	0.483	5.897	73.790	6.683	0.570	0.058	1.320	11.109
B	0.007	0.052	0.159	0.605	5.952	71.791	5.106	0.498	3.769	12.062
Caa	0.000	0.026	0.039	0.231	0.785	8.133	64.080	3.552	11.438	11.717
Ca-C	0.000	0.000	0.114	0.000	0.447	3.232	7.822	55.109	20.445	12.831

Drugi vrednostni papirji in ostale naložbe

- Zakladne menice
- Komerčni zapisi
- Potrdila o vlogi oz. depoziti
- Izvedeni finančni instrumenti
- Zlato
- Kriptovalute
- Drugo



Gibanje cene zlata



Gibanje cene bitcoina



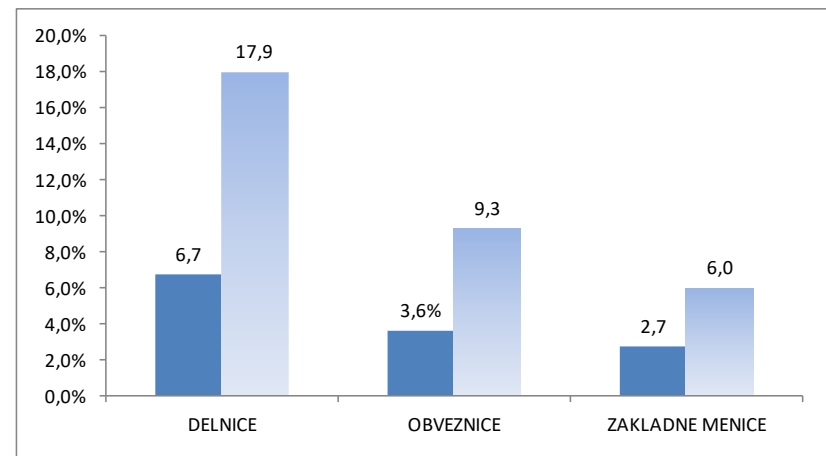
Primerjava različnih naložbenih kategorij

Ko tvegaš s tem, da nič ne tvegaš

- Na prvi pogled se zdi, da je bolj preudarno varčevati v »manj tveganih« produktih, kot so varne državne obveznice ali depoziti s fiksno obrestno mero.
- Vendar za dolgoročne varčevalce se ta račun žal ne izide vedno, saj v pregovorno manj tveganih produktih na **dolgi rok (običajno nezavedno) tvegajo** celo **več**, kot če bi varčevali v delnicah oziroma delniških vzajemnih skladih.
- Povprečna realna letna donosnost dobro razpršenega portfelja delnic je na dolgi rok bistveno višja od drugih naložbenih razredov (obveznice, zakladne menice, depoziti, zlato).
- Še pomembneje je, da se tudi tveganje, da dosežemo negativno donosnost, v ustrezno dolgem obdobju praktično izniči in je celo manjše kot v primeru varčevanja v vseh ostali prej omenjenih naložbenih oblikah.
- To spoznanje, ki je izrednega pomena za vlagatelje, bomo v nadaljevanju predstavili podrobneje. S pomočjo več kot 200-letne zgodovine gibanja cen vrednostnih papirjev na ameriškem trgu kapitala predstavimo kratkoročni in dolgoročni vidik investiranja v delnice.

Kratkoročni vidik investiranja v delnice

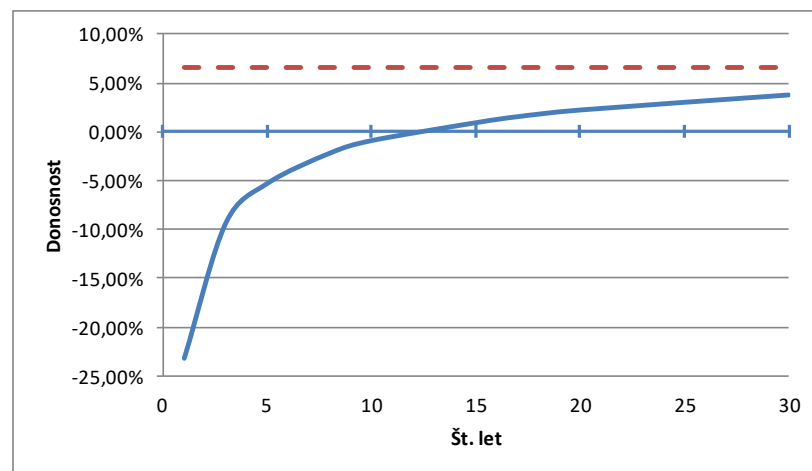
- Izredno kratkoročni vlagatelj oziroma špekulant ima prav, ko je zaskrbljen zaradi velike nestanovitnosti cen vrednostnih papirjev. Slika kaže, da so sicer delnice v povprečju res najbolj donosne, a obenem tudi najbolj tvegane na kratek rok.
- Povprečna letna realna donosnost znaša 6,7 %, medtem ko standardni odklon, kot merilo tveganja, znaša 17,9 %. Ob predpostavki normalne porazdelitve lahko s 95 % verjetnostjo postavimo trditev, da bo realna donosnost, ki jo bo vlagatelj realiziral z naložbo v razpršen portfelj delnic v naslednjem letu boljša kot **minus 23 %**.
- Takšna »obljuba« je za večino vlagateljev preveč ohlapna, saj si želijo zagotovilo oziroma oceno z dovolj visoko stopnjo verjetnosti, da izgube sploh ne bodo realizirali. Poglejmo, kaj lahko glede tega stori vlagatelj kar sam.



Legenda: Levi stolpec prikazuje povprečne realne letne donosnosti posameznih naložbenih razredov v obdobju od leta 1802 do danes, desni stolpec prikazuje standardne odklone povprečnih realnih letnih donosnostih posameznih naložbenih razredov v obdobju od leta 1802 do danes, izračunanih na podlagi letnih sprememb donosnosti.

Dolgoročni vidik investiranja v delnice

- Pri podaljševanju obdobja investiranja na 15 let lahko ob predpostavki normalne porazdelitve donosnosti s 95 % verjetnostjo pričakujemo, da bo realna donosnost, dosežena v omenjenem obdobju, pozitivna.
- Vlagatelj, ki varčuje 20 let, kar je denimo relativno kratko obdobje za varčevanje za pokojnino, pa lahko že več kot z 99 % stopnjo verjetnosti pričakuje realno pozitivno donosnost. Zavidljiv podatek, če vemo, da delniške naložbe formalno niso garantiran produkt.
- Odgovor na vprašanje, kaj lahko naredi vlagatelj sam, se torej skriva v dolgoročnem in discipliniranem varčevanju.



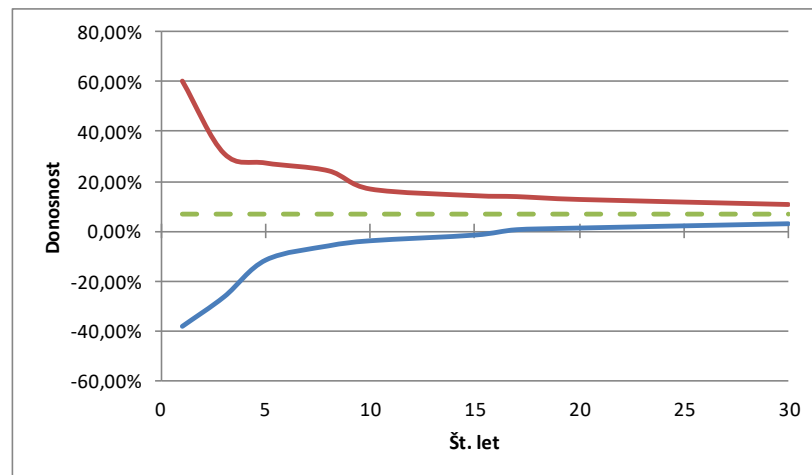
Legenda: Črtkana črta prikazuje povprečno realno letno dolgoročno (od 1802 do danes) donosnost, naraščajoča krivulja prikazuje donosnost, za katero obstaja 95-odstotna verjetnost, da bo presežena.

Dolgoročni vidik investiranja

- Vsebinsko enakovredna analiza drugih naložbenih kategorij pokaže, da z daljšanjem dobe varčevanja tveganje delniških naložb, merjeno s standardnim odklonom, pada bistveno hitreje kot pri drugih naložbenih kategorijah.
- Denimo pri varnih državnih obveznicah in zakladnih menicah tudi podaljševanje obdobja nad 30 let ni dovolj, da bi z vsaj 95-odstotno verjetnostjo lahko pričakovali realno pozitivno donosnost.
- Kratkoročni in dolgoročni vidik investiranja v delnice lahko dodatno ponazorimo tudi s t.i. efektom vračanja donosnosti k srednjim vrednostim.
- Največji koledarski enoletni (od začetka do konca leta) realni padec cen delnic v več kot 200 letni zgodovini je bil 39 %, največja rast pa 67 odstotkov.
- A zgolj po desetih letih varčevanja je največje povprečno letno zmanjšanje cen delnic predstavljalo le še dobro desetino največjega enoletnega upada cen delnic v celotni zgodovini.

Vračanje k srednjim vrednostim

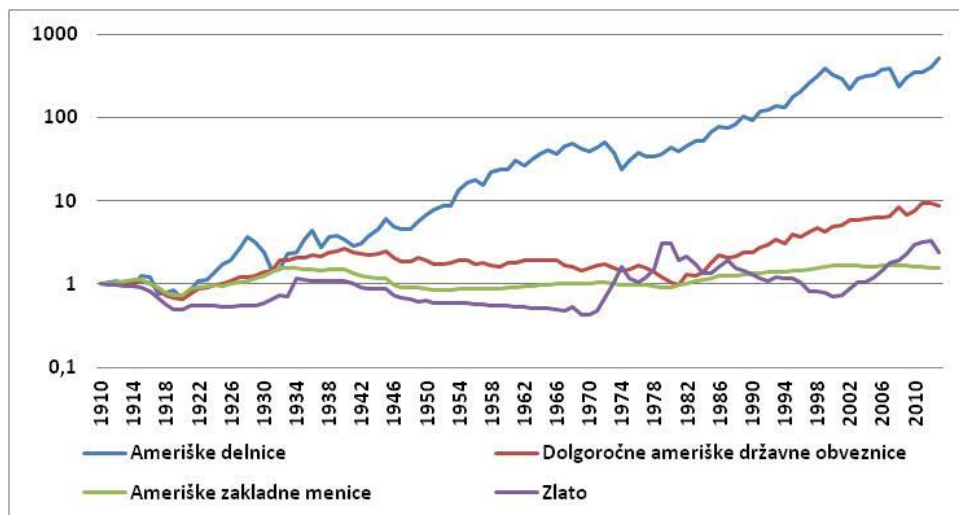
- Zgornji izračuni potrjujejo, da je varčevanje v delnicah za kratkoročnega vlagatelja oziroma špekulanta lahko precej tvegano. Po drugi strani pa predstavlja razpršeni portfelj delnic naložbo z najvišjo realno pričakovano donosnostjo, na dolgi rok pa nosi tudi manjše tveganje, kot ga na videz prinašajo na videz varnejše naložbe.
- Marsikateri vlagatelj se želi z varčevanjem v pregovorno varnih naložbah (obveznice, depoziti, zakladne menice) za dolgoročne cilje izogniti tveganju realne izgube glavnice. Paradoksalno, vendar žal vlagatelji ravno s tovrstnim varčevanjem tvegajo, da ne dosežejo realne ohranitve glavnice. Ena izmed bolj resnih alternativ, ki se je skozi več kot 200-letno zgodovino pokazala kot ustrezna, je varčevanje v razpršenem portfelju delnic.



Legenda: Črtkana črta prikazuje povprečno realno dolgoročno (od 1802 do danes) letno donosnost, naraščajoča krivulja prikazuje minimalno povprečno realno donosnost, ki je bila dosežena v posameznem opazovanem obdobju. Padajoča krivulja prikazuje maksimalno povprečno realno donosnost, ki je bila dosežena v posameznem opazovanem obdobju.

Kaj torej kaže zgodovina?

Realna donosnost (prilagojena za inflacijo)

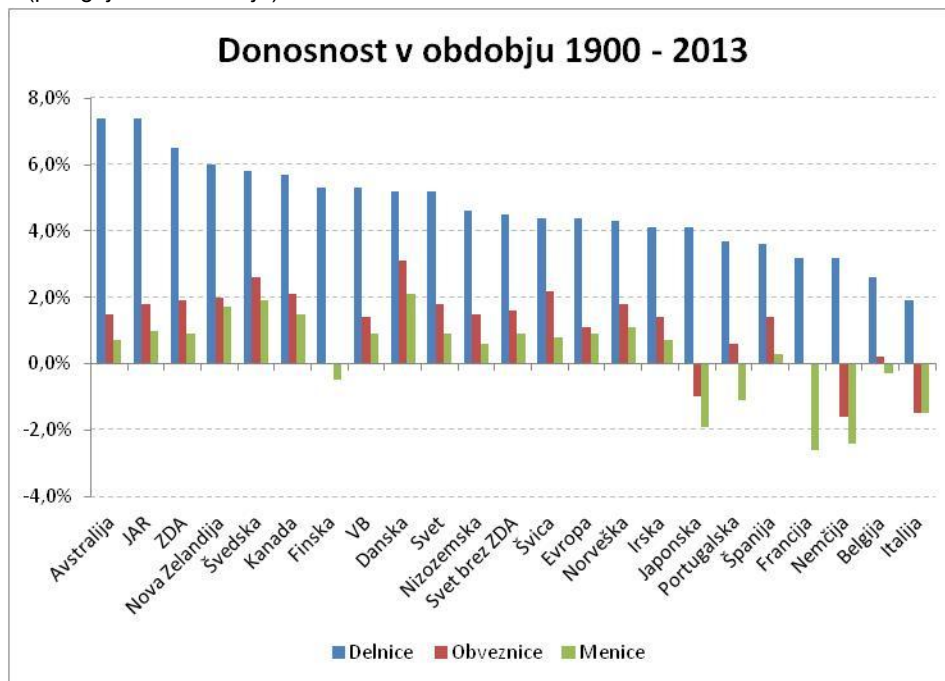


Koliko je nastalo iz 1 USD od leta 1910 do leta 2013 (prilagojeno za inflacijo)?

v USD	1910	2013
Ameriške delnice	1	524,5
Dolgoročne ameriške državne obveznice	1	8,8
Zakladne menice (približek depozitov)	1	1,5
Zlato	1	2,4

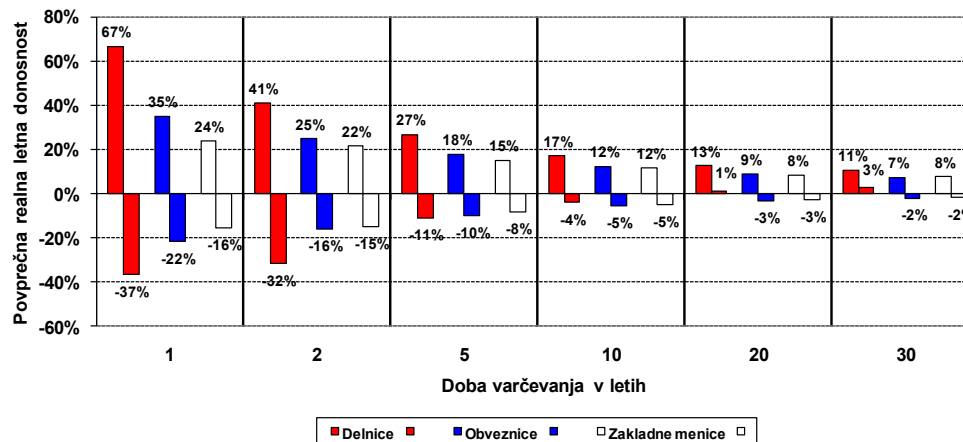
Kako je v drugih državah (izven ZDA)?

Realne letne donosnosti posamezni naložbenih kategorij
(prilagojeno za inflacijo)



Dolgoročna zgodovina in tveganje

Najvišje in najnižje realne povprečne realne donosnosti delnic, obveznic in zakladnih menic v ZDA v obdobju 1802-1997

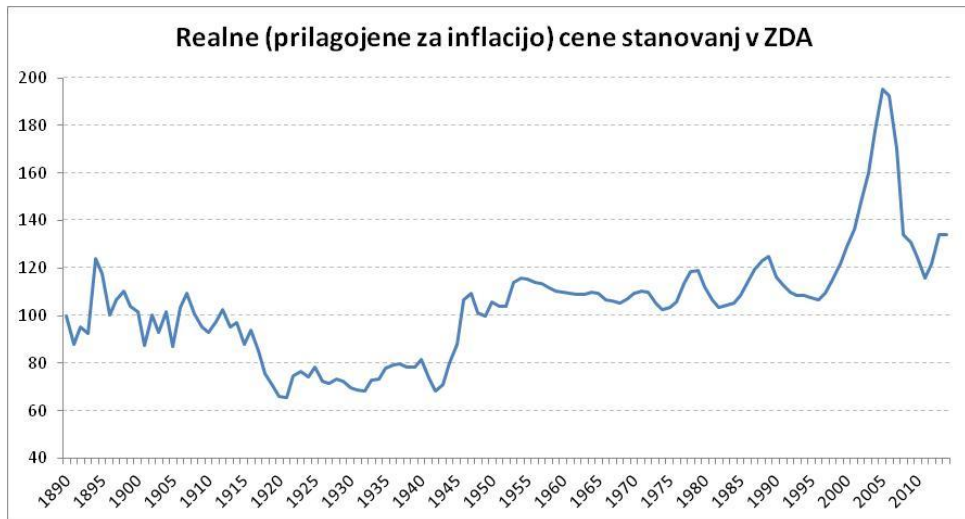


Vir: Jeremy J. Siegel:
Stocks for the Long Run.

- Nihajnost donosnosti delnic je na kratek rok pri delnicah najvišja → na kratek rok precejšnja verjetnost, da dosežena donosnost ne bo enaka pričakovani, zaradi česar imajo delnice višjo pričakovano donosnost
- Z daljšanjem obdobja se nihajnost delnic zniža → čedalje večja verjetnost da bo dosežena donosnost podobna pričakovani

Kaj pa nepremičnine?

- Varčevanje v nepremičninah zelo priljubljeno med Slovenci. Pa je varčevanje v naložbah tudi donosno?



Naložba v nepremičnino

- Zakaj potem vidimo nepremičnine kot dobro naložbo:
 - Daje nam občutek varnosti (nepremičnino vidimo in vemo, da je tam)
 - Ne vidimo dnevnega nihanja cen, največkrat vidimo, kaj se je s ceno zgodilo šele, ko nepremičnino prodajamo. Predpostavljajte, da ste v ZDA kupili stanovanje pred 50 leti za 20.000 USD in da lahko danes to stanovanje prodate za 150.000 USD oz. 7,5-krat več. Občutek imamo, da smo z nepremičnino precej zaslužili, a ko prilagodimo za inflacijo, ugotovimo, da je realna donosnost 0 %.
 - 0 % realno donosnost na grafu je sicer potrebno prilagoditi za najemnino znižano za stroške vzdrževanja, zavarovanj in davke, a kljub temu je jasno, da so se nepremičnine odrezale slabše kot delnice



Obveznice so zelo koristno dopolnilo delnicam

- Ključna odločitev investitorja je, koliko prihrankov razporediti v delnice in koliko v obveznice.
- Tveganje obveznic je nižje od tveganja delnic, vendar pa je nižja tudi njihova pričakovana donosnost.
- Z vključitvijo obveznic se uravnava tveganje premoženja (tveganje se zmanjša, zmanjša pa se tudi pričakovana donosnost premoženja).
- Kombinacija delnic in obveznic daje zelo ugodne rezultate.
- Za večino posameznikov je primerno, da delnice in dolgoročne obveznice kombinirajo približno v razmerju 50% : 50%.
-



Veselimo se recesij!

- Zakaj? Navadno je to namreč zelo dober čas za investiranje.
 - Tisti, ki so si upali kupovati v času recesij, so namreč v povprečju dosegli nadpovprečne donosnosti.
 - Spodnja tabela vključuje podatke o vseh recesijah od leta 1857 do danes: vlagatelj, ki je delnice kupil konec leta, v katerem je nastopila recesija, je v povprečnem 5 letnem obdobju dosegel 9,6 % povprečno letno realno donosnost oziroma za 3 odstotne točke višjo donosnost, kot je znašala povprečna letna realna donosnost v celotnem obdobju. Hkrati si vlagatelji, ki imajo sicer 50 % verjetnost, da bodo v določenem prihodnjem obdobju dosegli nadpovprečen donos, z nakupi konec leta, v katerem je nastopila recesija, povečajo verjetnost nadpovprečne donosnosti v prihodnjih 5 letih za 33 %.

Recesije od 1857 do danes	Povprečno 5-letno obdobje	Povprečno 10-letno obdobje
Povprečna letna realna donosnost	9,6 %	9,4 %
Povečanje verjetnosti nadpovprečnega donosa	33 %	47 %