



# DIONICE KAO INVESTICIJA

# UPRAVLJANJE FORTFELJEM

## SADRŽAJ

1. CROBEX .....	2
2. PRINOSI NA NAJPOZNATIJE SVJETSKE INDEKSE .....	3
3. USPOREDBA DIONICA I DRUGE IMOVINE.....	5
4. VEĆI PRINOS – MANJI RIZIK? .....	9
5. INVESTICIJSKI FONDOVI U HRVATSKOJ .....	11
6. ZAKLJUČAK .....	17

*Dominik Vugić Sakal*



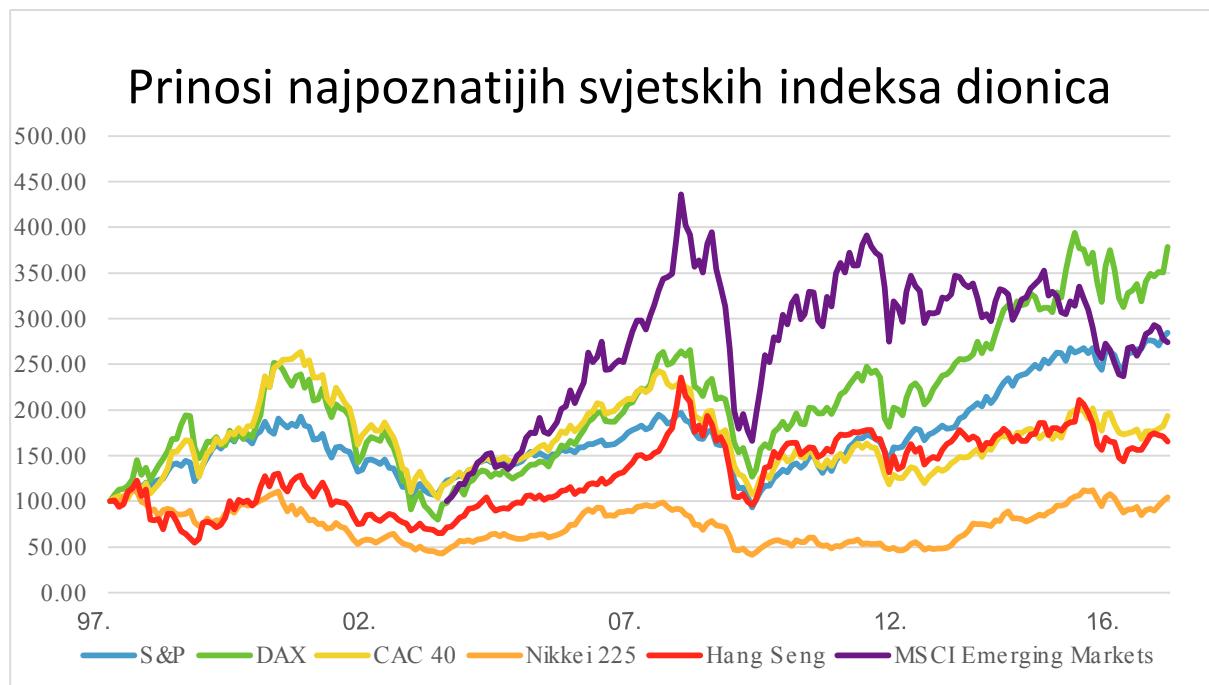
## 1. CROBEX

CROBEX je službeni indeks Zagrebačke burze koji prati 25 najlikvidnijih dionica hrvatskih izdavača vrijednosnih papira. Počeo se objavljivati 1. rujna 1997., bazni datum je 1. srpnja 1997., a bazna vrijednost 1000.

Kako ove godine CROBEX navršava 20 godina, cilj ovog rada je prikazati kakvi prinosi su se mogli ostvariti ulaganjem u njega kroz taj period, u usporedbi s ostalom finansijskom imovinom. Nalazi će biti upoređeni s prinosima na ostalim kapitalnim tržištima te će se pokazati kako rizik ulaganja u dionice varira s povećanjem perioda investiranja, a to sve će se proširiti na zaključak o isplativnosti ulaganja u dionice općenito. Poslije će biti riječ i o fondovskoj industriji u Hrvatskoj, kao i o nalazima o finansijskoj pismenosti Hrvata.

## 2. PRINOSI NA NAJPOZNATIJE SVJETSKE INDEKSE

Slijedi graf koji prikazuje kretanje jednih od najpoznatijih svjetskih indeksa dionica u periodu 1997. – 2016. na temelju baze 100, kao i tablica s potocima povrata i rasta BDP-a po stanovniku u zemljama tih indeksa.



*Slika 1 - Prinosi najpoznatijih svjetskih indeksa dionica*

Izvor: [Yahoo.finance](#); obrada autora

	DAX	S&P	MSCI	CAC 40	HANG SENG	Nikkei 225
Prinos u 20 godina	278,26%	184,78%	173,82%	93,21%	65,15%	4,28%
Prosječno godišnje	13,91%	9,24%	8,69%	4,66%	3,26%	0,21%
Rast BDP/stan. (bez 2016.)	28,38%	25,65%	/	19,21%	57,17%	9,99%

*Tablica 1 - Prinosi najpoznatijih svjetskih indeksa dionica*  
Izvori: [Yahoo.finance](#), [World Economics](#); obrada autora

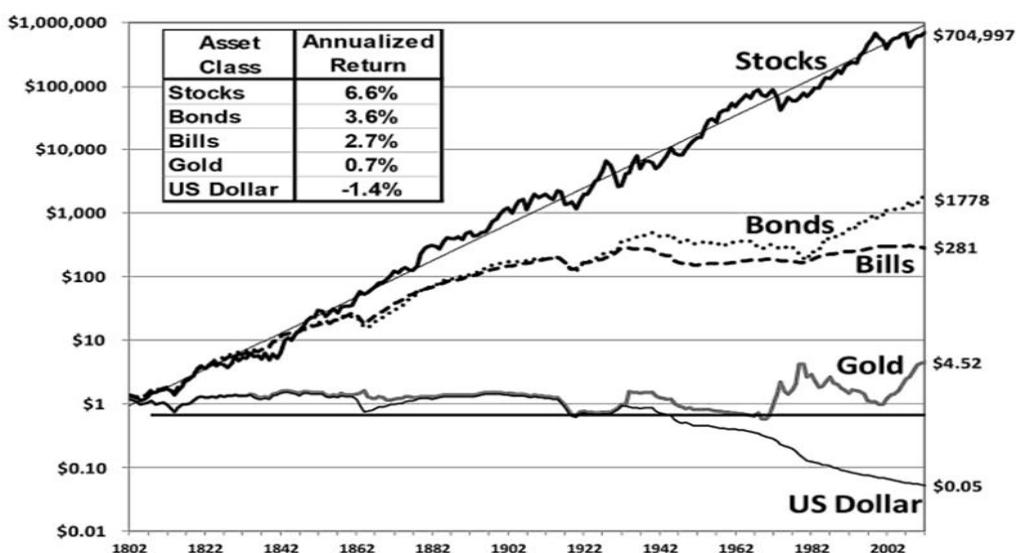
Kao što je vidljivo, mogli su se postići odlični prinosi u zadnjih 20 godina, a posebno treba imati na umu da taj period ukљučuje i financijsku krizu 2007./2008. Zanimljivo je i kako su zemlje, kada su poredane po veličini rasta indeksa, poredane i po veličini rasta BDP-a po stanovniku (realan rast na temelju bazne godine), s iznimkom Hong Konga (Hang Seng), što ukazuje kako je snaga tržišta kapitala zapravo slika općih ekonomskih kretanja, razvitka i rasta, kao i njihov pokretač. Od podataka rasta indeksa

odskače samo Japan, ali razlog tome je stagnacija u 90-ima nakon pucanja balona na japanskom tržištu dionica i nekretnina te pada cijena finansijske imovine, što je dovelo do pada potrošnje i investiranja te dvadesetogodišnje neprekidne deflacji.

Treba primjetiti i odličan rezultat indeksa MSCI Emerging Markets, koji prati 23 tržišta u nastajanju, među kojima su Kina, Indija, Brazil i Koreja, a zajedno s rezultatima Hang Seng-a, može se samo pretpostaviti kakve će izvedbe imati ta tržišta u budućnosti, pogotovo s obzirom na predviđanja IMF-a, OECD-a i U.N.-a kako će SAD, Europa, Japan i ostale razvijene zemlje do 2100. činiti samo 23% svjetskog BDP-a.

### 3. USPOREDBA DIONICA I DRUGE IMOVINE

No da bi se rezultati dionica stavili u kontekst, potrebno ih je uspoređivati s prinosima na drugu imovinu. Ispod se nalazi slika iz knjige Jeremyja J. Siegela, *Stocks for the Long Run*, koja prikazuje prinose nakon inflacije na indeks američkih dionica i tri druge investicijske klase, američke obveznice, zlato i dolar, kroz 210 godina.

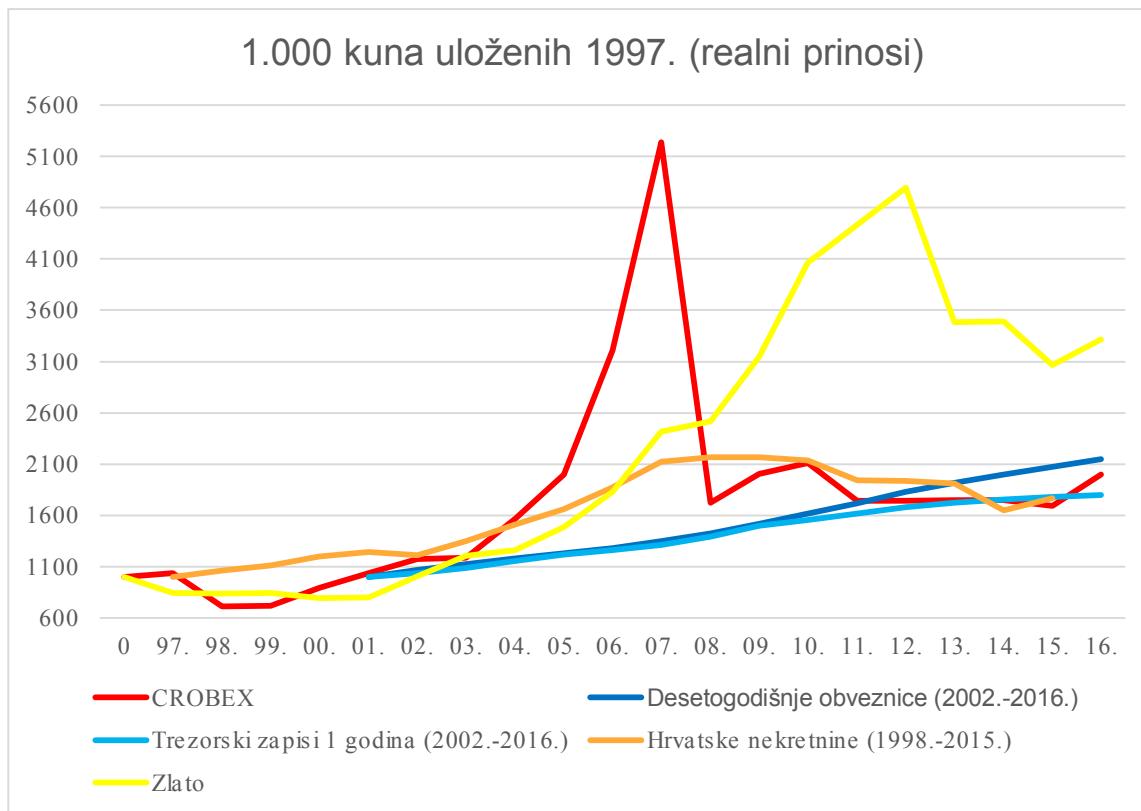


Slika 2 - Ukupni prinosi američkih dionica, obveznica, zlata i dolara 1802.-2012.  
Izvor: Jeremy J. Siegel: Stocks for the Long Run (2014.)

Jedan dolar uložen u indeks dionica (koji je stalno mijenjao sastav, *survivorship bias*) bi narastao na 705 tisuća dolara, godišnji prosječni realni povrat od 6,6% koji uključuje i aprecijaciju i neprestano reinvestiranje dividendi, desetogodišnje obveznice na 1.778 dolara, a zlato na samo 4,52 dolara, godišnji prosječni prinos ispod 1%. Tako je Siegel ovim grafikonom već na početku svoje knjige iznjeo njezinu glavnu misao, da je dugoročno ulaganje u dionice najsigurniji način da se obogati. Ovi prinosi su ostvareni za vrijeme jednog od najburnijih perioda povijesti, za vrijeme kojeg su Sjedinjene Američke Države prerasle iz većinski poljoprivredne zemlje u postindustrijsku zemlju, preživjele jedan građanski i dva svjetska rata i dvije velike finansijske krize. Ovi rezultati su potvrđeni i za druga svjetska kapitalna tržišta, a u knjizi tri britanska autora *Triumph of the Optimist: 101 Years of Global Investment Returns*, na uzorku 19 zemalja kroz 101 godinu.

Kako to Siegel objašnjava, razlozi konzistentnog superiornog prinosa na dionice s obzirom na ostalu financijsku imovinu se mogu naći u mogućnosti neprestanog stvaranja vrijednosti kroz vješt menadžment, stabilan politički sistem i jaka prava vlasništva, odnosno, u većinskom opredjeljenju država u proteklih dva stoljeća za slobodno tržište i trgovinu. Upravo kroz takvu prevladavajuću ekonomsku misao treba sagledavati političke, institucionalne i pravne okvire kakve imamo danas. Iako različiti nepovoljni događaji mogu skrenuti rast dionica s njihove dugoročne putanje, poput političkih i ekonomskih kriza, opće sile iza ekonomskog rasta su one koje ih uvijek tjeraju da vrate na taj dugoročni put.

Sada slijedi simulacija na koliko bi 1.000 kuna uloženih 1997. u CROBEX, desetogodišnje obveznice Ministarstva financija, trezorske zapise Ministarstva financija s dospijećem od godine dana, hrvatske nekretnine i zlato narasli u dvadeset godina, do kraja 2016. Stope rasta su korigirane za inflaciju.



Slika 3 - Realni prinosi na uloženih 1.000 kuna 1997.-2016.

Izvor: ZSE, Burza nekretnina, Ministarstvo financija, Investing.com, World Gold Council; obrada autora

	Prosječni nominalni godišnji prinos	Realni prosječni godišnji prinos	1.000 kn uloženih 1997. (nominalno)	1.000 kn uloženih 1997. (realno)
CROBEX (bez dividendi)	3,51%	1,05%	1994,84	1223,32
Desetogodišnje hrvatske obveznice	5,23%	3,13%	2148,67	1588,75
Trezorski zapisi (1 godina)	3,99%	1,91%	1798,68	1327,36
Hrvatske nekretnine	3,21%	0,82%	1767,30	1158,59
Zlato	6,18%	4,08%	3316,64	2226,54

Tablica 2 - Realni prinosi na uloženih 1.000 kuna 1997.-2016.

Izvor: ZSE, Burza nekretnina, Ministarstvo finančija, Investing.com, World Gold Council; obrada autora

Prosječni realni godišnji prinos CROBEX-a je bio 1,05% te bi u 20 godina ulagač zaradio 223,32 kune na ulaganje od 1.000 kuna. U tom razdoblju hrvatske obveznice i zapisi su imali veće prinose od dionica, obveznice za 2%, a razlog tomu je njihova klasifikacija od najpoznatijih rejting agencija kao visoko spekulativna i rizična investicija, u razredu tzv. *junk bonds*. Također, u prinose dionica nisu uključene dividende zbog nedostatka podataka, ali bi one dodale nekoliko postotaka na dobiveni rezultat.

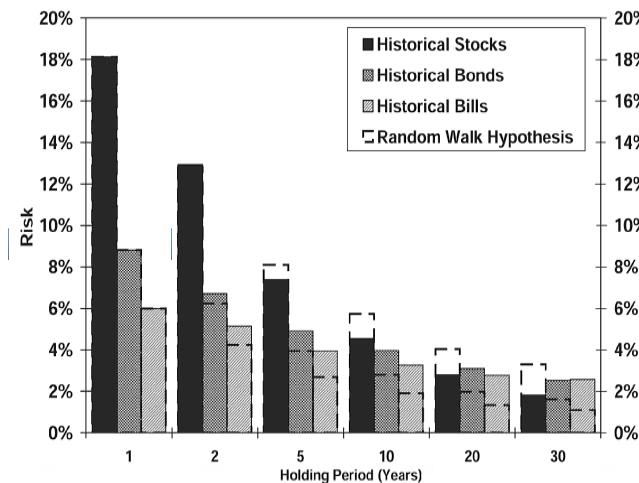
Zlato (kupovinom u kunama) je imalo najviše prinose te bi ulagaču u promatranom periodu zaradilo 1.226,54 kune, što je realni povrat od 4,08% godišnje. Cijena zlata je bila u neprekidnom usponu od 2002. do 2012., rastući u vrijeme nesigurnosti izazvanih pucanjem balona na američkom tržištu tehnoloških dionica početkom stoljeća i pucanjem balona na američkom tržištu nekretnina 2007./2008. Na nju su također utjecale niske tržišne kamatne stope, slabи dolar i geopolitičke nesigurnosti. Zlato, dolar i jen su investicije koje su od ulagača smatrane kao sigurne u vremenima ekonomskih i političkih kriza, što uvijek povećava njihove prinose s obzirom na ostale investicije.

S obzirom na vrhunac 2007., neposredno prije pucanja mjejhura na burzama dionica, na kraju 2016. DAX je narastao 42%, S&P 500 47%, a Nikkei 225 5%. CAC 40 je u minusu 20%, a Hang Seng je u minusu 30%. S druge strane, CROBEX je u minusu 64% te je u zadnjih osam godina praktički stagnirao tako da mu je cijena na kraju 2016. slična kao i 2009. Ako se u obzir uzmu prethodno navedeni indeksi, od kojih su neki i više nego nadoknadili gubitke iz financijske krize, očigledno da se rezultati slabe izvedbe CROBEX-a ne trebaju tražiti samo u povećanom strahu hrvatskih investitora koji su izgubili novce, već i u slaboj financijskoj pismenosti stanovništva, o čemu će biti riječ poslije.

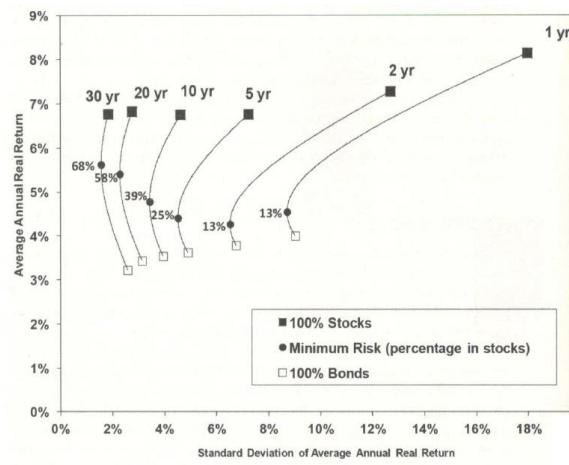
Osim na slabu likvidnost tržišta i neznanje, treba skrenuti i pozornost na to da je period od dvadeset godina, za tek razvijajuće hrvatsko tržište koje je pretrpljelo najveću krizu od 1929., nije adekvatno za donošenje čvrstih statističkih zaključaka, pogotovo ako se uzme u obzir period od 210 godina u kojemu je analizirano razvijeno američko tržište.

## 4. VEĆI PRINOS – MANJI RIZIK?

Rizik i povrat se međusobno povezani. Za prihvatanje većeg rizika, ulagači očekuju i veći prinos kao naknadu za veću mogućnost gubitka ili neostvarenja očekivane zarade. Rizik se na tržištima kapitala obično izražava standarnom devijacijom prinosa, a volatilnost investicije, a samim time i rizik. U knjizi *Stocks for the Long Run* se daje i grafikon koji pokazuje kako se rizik dionica i obveznica mijenja kako se povećava vrijeme držanja investicije, mjereno standardnom devijacijom prosječnih godišnjih prinosa.



Slika 5 - Rizik realnog prosječnog godišnjeg prinosa, 1802. – 2006.  
Izvor: Jeremy J. Siegel: *Stocks for the Long Run* (2014.)



Slika 4 - Efikasna granica za dionice i obveznice 1802. – 2006.  
Izvor: Jeremy J. Siegel: *Stocks for the Long Run* (2014.)

Dionice stvarno jesu rizičnije od obveznica kada je u pitanju period držanja od jedne, dvije i pet godina, što objašnjava i njihove veće prinose. Ali, na period od dvadeset i trideset godina, dionice ustvari postaju manje rizične od obveznica. Ovo se može objasniti nepredvidljivom i nestalnom stopom inflacije u dužem periodu koja negativno utječe na imovinu s fiksnom stopom povrata, dok utječe manje na dioničare koji imaju prava na stvarnu imovinu koja ne trpi trajne gubitke zbog inflacije. Desna slika pak pokazuje efikasne granice, od kojih svaka povezuje sve kombinacije dionica i obveznica u diverzificiranom portfelju koje daju različite omjere rizika i povrata za različite vremenske periode držanja investicije. Efikasan portfelj, koji daje najveći prinos uz najmanji rizik, za period od jedne godine se sastoji od 13% dionica i 87% obveznica. No,

kako period držanja raste na 30 godina, efikasan portfelj se sastoji od 68% dionica i 32% obveznica.

Slijedi tablica koja uspoređuje rizik CROBEX-a, desetogodišnjih hrvatskih obveznica i zlata za promatranih dvadeset godina, mjereno standardnom devijacijom prosječnih godišnjih prinosa.

	CROBEX	Desetogodišnje obveznice	Zlato
1 godina	27,51%	1,75%	15,04%
5 godina	15,40%	0,76%	13,69%

*Tablica 3 - Usporedba rizika CROBEX indeksa, desetogodišnjih hrvatskih obveznica i zlata  
Izvori: ZSE, Ministarstvo financija, World Gold Council; obrada autora*

Kao i kod analize prinosa, dvadeset godina je za hrvatsko tržište prekratko da bi se donjeli neki pouzdani zaključci, ali brojke navedene u tablici upućuju na trend smanjenja rizika s vremenom držanja investicija.

## 5. INVESTICIJSKI FONDOVI U HRVTSKOJ

Investicijski fondovi su najznačajniji institucionalni investitori koji kanaliziraju usitnjene ušteđevine pojedinaca na tržištu te se bave profesionalnim upravljanjem portfeljem u njihovo ime. Kao takvi, idealni su za početnike koji nemaju dovoljno znanja, vremena ili sredstava da sami stvaraju svoj portfelj, a držanje udjela u fondovima može biti i dobar način za široku diverzifikaciju ulaganja. U zadnje vrijeme, sve više popularnih svjetskih investitora zagovara indeksne fondove koji prate neki indeks kao svoj *benchmark*, odabirajući one investicije i u onom omjeru kako bi u potpunosti oponašali prinose odabranog indeksa. Ove preporuke su poduprete podatcima o većem prinosu na dioničke indekse od ostale imovine, kao i većim prinosima ostvarenim pasivnim upravljanjem portfeljem u dužem vremenu.

Na temelju načina upravljanja i tolerancije rizika onog segmenta javnosti na kojeg ciljaju, fondovi mogu ulagati u dionice, obveznice ili novčana tržišta, pa govorimo o dioničkim fondovima, obvezničkim fondovima, mješovitim fondovima i novčanim fondovima. Broj UCITS fondova po vrsti i njihov udjel u ukupnoj imovini u Hrvatskoj i 29 europskih zemalja u prosincu 2016. dani su u tablicama.

	Broj UCITS fondova	Imovina (u tis. HRK)	Udio u imovini
Dionički	26	1.790.136	9,71%
Obveznički	13	4.048.794	21,96%
Mješoviti	8	866.564	4,70%
Novčani	20	11.111.297	60,25%
Ostali	22	623.985	3,38%
Ukupno	89	18.440.776	100,00%

Tablica 4 - Udio vrsta fondova u ukupnoj imovini u Hrvatskoj, prosinac 2016.  
Izvor: Hrportfolio.hr; obrada autora

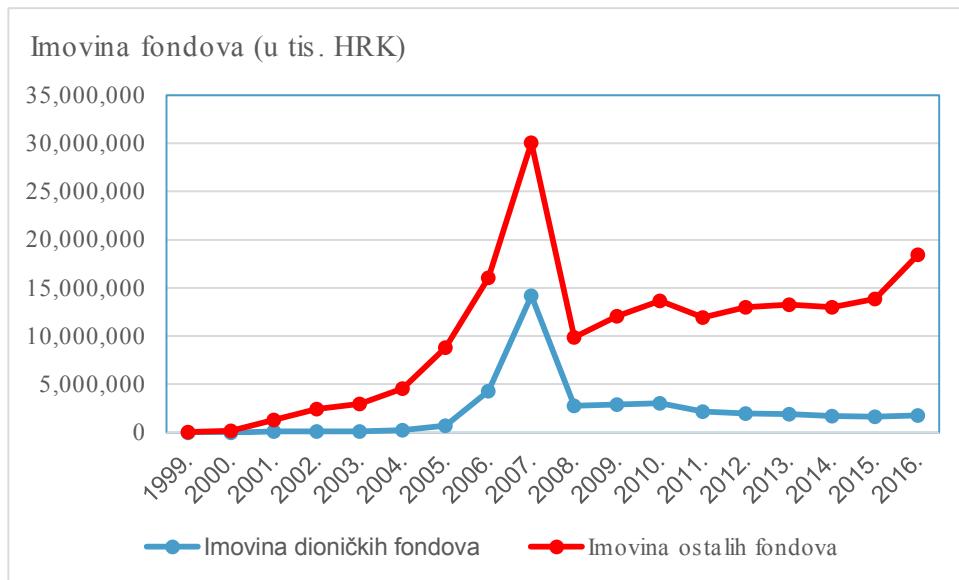
	Broj UCITS fondova	Imovina (u mlrd. EUR)	Udio u imovini
Dionički	9.854	3.178	37%
Obveznički	6.128	2.336	27%
Mješoviti	7.190	1.459	17%
Novčani	701	1.179	14%
Ostali	2.410	503	6%
<b>Ukupno</b>	<b>26.283</b>	<b>8.658</b>	<b>100%</b>

*Tablica 5 - Udio vrsta fondova po imovini u 29 europskih zemalja, prosinac 2016  
Izvor: EFAMA; obrada autora*

Kao što je vidljivo, u Hrvatskoj su najviše zastupljeni novčani fondovi u ukupnoj imovini fondova, s čak 60,25%, dok je taj broj na razini 29 europskih zemalja samo 14%. U tim zemljama prevladavaju dionički fondovi s 37% udjela u imovini, dok su u Hrvatskoj oni tek na trećem mjestu, iza novačnih i obvezničkih, s 9,71% udjela. Ovaj mali udio ukazuje na dva već spomenuta problema:

1. nerazvijeno i nelikvidno domaće tržište dionica te
2. finansijsku nepismenost stanovništva koje dionice još vidi kao visoko spekulativnu imovinu, dok suoročena štednja i ulaganje u nekretnine jedni od najčešćih načina ulaganja.

Kao što je također već spomenuto, razlog slabog ulaganja u dioničke fondove može biti i u gubitcima koje su ulagači pretrpjeli tijekom posljednje finansijske krize i pada dioničkog tržišta, kada je indeks CROBEX u godinu i pol od vrhunca u 2007. pa do dna pao više od 75%. To se može vidjeti iz grafikona koji pokazuje kretanje ukupne imovine dioničkih fondova i ukupne imovine ostalih UCITS fondova bez imovine dioničkih.



Slika 6 - Imovina fondova, (tis. kuna)

Izvor: Hanfa; obrada autora

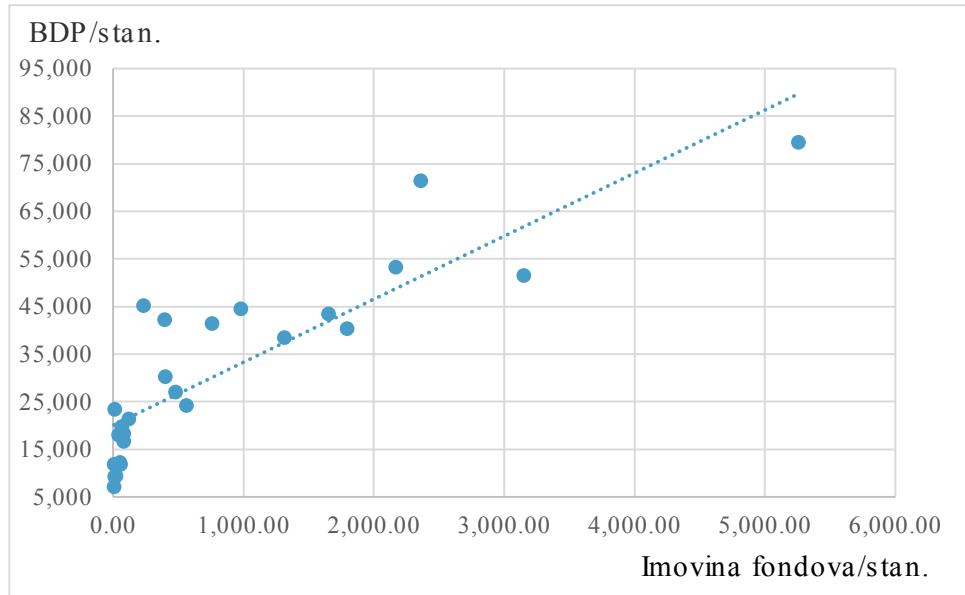
Od najbolje 2007. godine kada je imovina dioničkih fondova bila preko 14 milijardi kuna pa do kraja 2016., imovina im se smanjila na 1,7 milijardu kuna, pad od preko 87%. Nasuprot tomu, imovina ostalih fondova pokazuje rast od 2009. godine uz značajan skok u 2016. zbog rasta imovine obvezničkih fondova od 153%, čemu je razlog dugotrajno snižavanje kamatnih stopa provođenjem ekspanzivne monetarne politike u Hrvatskoj i ostatku Europe, što uzrokuje rast cijena obveznica.

Kako bi se ovaj problem dodatno stavio u kontekst, u sljedećoj tablici daju se podatci o imovini UCITS fondova u 28 europskih zemalja, imovini fondova koja dolazi na jednog stanovnika zemlje, kao i podatci o BDP-u po stanovniku i stopi štednje kućanstva, koja se računa kao dio koji građani štede od njima raspoloživog godišnjeg dohotka. Cilj je ustvrditi postoji li pozitivna korelacija između rasta imovine fondova po stanovniku te rasta BDP-a po stanovniku i stope štednje kućanstva, odnosno utječe li veća razvijenost zemlje i svjesnost o potrebi za štednjom na investicije u fondove. Zemlje su poredane prema imovini fondova koja dolazi na jednog stanovnika, od one s najmanjom količinom prema onoj s najvišom.

	Euri imovine fondova po stanovniku	Imovina fondova (mil. EUR)	BDP/stan. (\$)	Stopa štednje kućanstva
Mađarska	6,65	667	11.903	9,62%
Bugarska	6,96	523	7.091	-6,30%
Cipar	13,94	108	23.425	-5,74%
Turska	14,59	11.647	9.317	/
Rumunjska	21,56	4.819	9.439	/
Grčka	40,83	4.347	18.078	-19,30%
Poljska	54,56	21.073	12.309	1,77%
<b>Hrvatska</b>	<b>56,92</b>	<b>2.439</b>	<b>11.858</b>	<b>14,25%</b>
Portugal	68,48	7.207	19.759	4,49%
Slovačka	80,20	4.349	16.648	8,81%
Češka	83,49	8.554	18.326	11,81%
Slovenija	122,53	2.464	21.370	14,80%
Nizozemska	234,67	38.294	45.210	12,74%
Njemačka	398,48	328.484	42.326	17,03%
Italija	403,42	234.214	30.294	10,49%
Španjolska	480,27	193.454	27.012	8,20%
Malta	564,44	2.240	24.298	/
Belgija	761,72	78.823	41.491	11,69%
Austrija	982,40	80.301	44.561	12,97%
Francuska	1.316,85	795.696	38.537	14,14%
Finska	1.652,86	86.180	43.492	6,74%
Ujedinjeno Kraljevstvo	1.798,96	1.084.231	40.412	6,45%
Danska	2.169,87	117.455	53.243	10,51%
Norveška	2.361,74	108.026	71.497	15,91%
Švedska	3.154,55	283.468	51.604	18,60%
Švicarska	5.258,55	437.886	79.578	23,20%
Irska	42.719,70	1.578.920	65.871	10,74%
Luksemburg	673.475,55	3.116.104	105.829	/

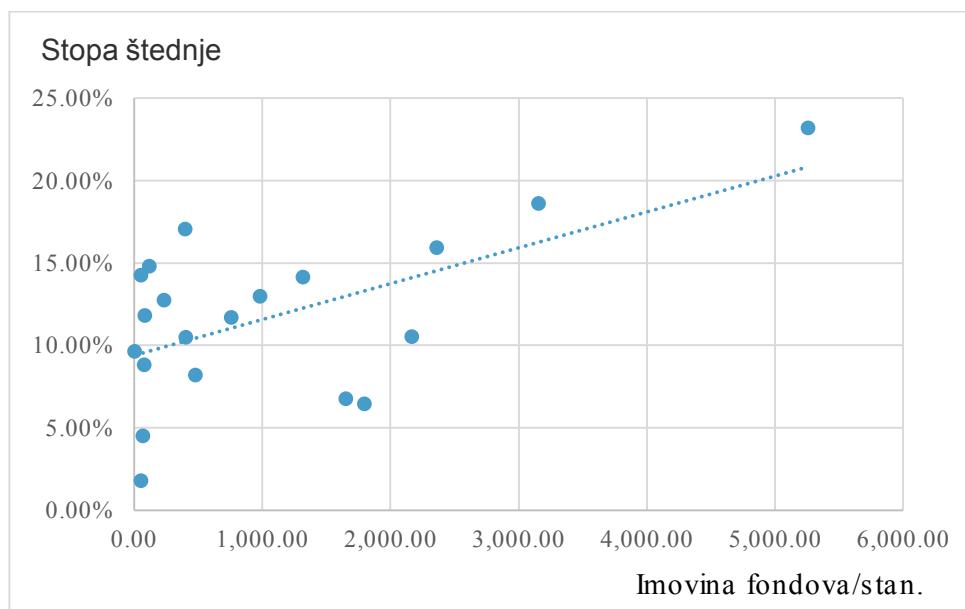
Tablica 6 - Podaci o imovini UCITS fondova u 28 europskih zemalja

Izvori: EFAMA, OECD, Statistics Times; obrada autora



Slika 7 - Povezanost BDP-a po stanovniku i imovine fondova po stanovniku

Izvor: obrada autora



stanovniku, bila bi na lošijem mjestu. Irska i Luksemburg nisu prikazani na grafikonu zbog njihovog velikog BDP-a po stanovniku, od kojih prva ima sličan broj stanovnika kao i Hrvatska, ali joj je imovina u fondovima po stanovniku veća 750 puta.

Ono na što treba posebno obratiti pozornost je visoka stopa štednje kućanstva u Hrvatskoj od 14,25%, što ju stavlja na 6. najbolje mjesto među 24 zemlje za koje su dostupni podaci. Od usporedivih država brojem stanovnika, parira joj samo Slovenija s nešto većom stopom, tako da je njezino nisko mjesto na ljestvici imovine fondova po stanovniku netipično. Ovo najbolje dokazuje neupućenost Hrvata u financije i investiranje, kao i podatak HNB iz 2016. da je ukupna štednja hrvatskih građana 165 milijardi kuna, od čega je 85% u deviznim štednim i oročenim depozitima.

OECD je 2016. izdao rad o širokom istraživanju o finansijskoj pismenosti<sup>1</sup> koje je provedeno u 30 zemalja, među kojima je bila i Hrvatska. U radu, finansijska pismenost je podijeljena na finansijsko znanje, stavove i ponašanje te je stvorena ljestvica od maksimalno 21 boda. Iako su rezultati općenito za sve zemlje loši, gdje najbolja Francuska ima 14,9 bodova, Hrvatska se s 12 bodova nalazi na 28. mjestu. U izvješću se posebno spominje Hrvatska kao zemlja s lošim rezultatima finansijskog znanja i finacijskog ponašanja. Što se tiče ovog potonjeg, pokazano je da je udio aktivnih štediša u Hrvatskoj iznad prosjeka, ali su podaci o postotku ispitanika koji unaprijed planiraju svoje finansijske ciljeve, paze na svoje finansijske transakcije i informirano kupuju finansijske proizvode ispod prosjeka. Ovo ukazuje da, iako Hrvati rapolažu s dovoljno kapitalnih sredstava, oni ne rapolažu s dovoljno finansijskih znanja kako bi ta sredstva znali usmjeriti prema isplativim investicijama, što je zaključeno i u analizi imovine investicijskih fondova. U Hrvatskoj se ispodprosječno razumiju pojmovi vremenske vrijednosti novca, kamata, složenog ukamaćivanja te povezanosti rizika i povrata, dok razumijevanje diverzifikacije, iako iznad prosjeka, je svejedno nisko (66%).

<sup>1</sup> Vidi: <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-International-Survey-of-Adult-FInancial-Literacy-Competencies.pdf>

## 6. ZAKLJUČAK

Dionice razvijenih kapitalnih tržišta su prinosima nadmašile ostalu investicijsku imovinu kroz dugo razdoblje promatranja, a kada se u obzir uzmu i dokazi o smanjenju njihove rizičnosti kroz duže periode, one postaju najisplativija i najpametnija investicija, kako i za profesionalne ulagače, tako i za obične štediše. Ovi potonji u razvijenim zemljama su to prepoznali, kao i jednostavnost ulagajna u dioničke fondove, kao dio njihove ukupne štednje. U Hrvatskoj ovakav način ulaganja i štednje još nije doživio široku prihvaćenost, što je vidljivo u nelikvidnom dioničkom tržištu i maloj fondovskoj industriji. Problem se nalazi u općem financijskom neznanju i nepozanavanju materije o ulaganju, što vodi do iskrivljenih stavova i ponašanja, što je sve potvrđeno u međunarodnim istraživanjima. Informirano ulaganje u dionice je najlakši način da se u razumom vremenu ulagač obogati.