

financijski klub  
SIGURNA INVESTICIJA

# Analiza upravljanja portfeljem

# 1. UVOD

---

Investicijski fondovi su najznačajniji institucionalni investitori koji kanaliziraju usitnjene uštedevine pojedinaca na tržištu i/ili pojedinaca koji nemaju dovoljno sredstava ni znanja za samostalnu izgradnju dobro diversificiranog portfelja, a traže prinose veće od onih na oročenu štednju u bankama.

Upravljanje portfeljem je proces upravljanja investicijskim portfeljem, te je kao takvo, sastavni dio ukupne financijske analize. Shvaćeno kao profesionalno upravljanje, ono je smislen proces koji obuhvaća četiri koraka:

1. određivanje strategije i politika ulaganja,
2. alokacija imovine,
3. analiza investicija,
4. izbor investicija.

Investicijskim portfeljem može upravljati sam investitor ili to za njega obavljaju investicijski savjetnici ili financijske institucije. Investitor može biti pojedinačna osoba koja ulaže za svoj račun ili to može biti institucionalni investitor koji ulaže za račun drugih.

Fondovi financiraju kupnju vrijednosnih papira emitiranjem svojih vrijednosnih papira, odnosno udjela. Kada se čista vrijednost fonda podijeli s brojem izdanih udjela, dobiva se neto vrijednost jednog udjela. Važno pri tome je znati da je neto ili čista vrijednost fonda zbog vrijednosti imovine fonda umanjena za njegove dugove, te se često označava engleskim akronimom NAV (*net asset value*). Nadalje, neto vrijednost jednog udjela je cijena po kojoj fond mora otkupiti udjele ukoliko ih njihovi držatelji odluče prodati. S obzirom na utrživost svojih udjela, fondovi se dijele na otvorene i zatvorene, pri čemu cijena udjela otvorenih fondova uvijek odgovara svojoj neto vrijednosti, dok ona zatvorenih fondova varira jer se njome trguje poput dionica na tržištu.

Fondovi mogu biti aktivno i pasivno upravljani. Pretpostavka aktivnog upravljanja jest da je moguće ostvariti prinose bolje od ukupnog tržišta, odnosno bolje od prinosa na neki određeni tržišni segment, poput dioničkog indeksa. U tu svrhu, razvijaju se tehnike analize i trgovanja koje bi omogućile odabir investicija s natproječnim rezultatima. No, takvi rezultati su često umanjeni zbog samog načina aktivnog upravljanja, koje uzrokuje visoke troškove analize i upravljanja, kao i

transakcijske i porezne troškove. Pasivno upravljani fondovi temelje svoj pristup na držanju dobro diversificiranog portfelja te na dugoročnom rastu tržišta kapitala i ekonomije. U posljednje vrijeme popularni postaju indeksni fondovi koji prate neki indeks kao svoj *benchmark*, odabirajući one investicije i u onom omjeru kako bi u potpunosti oponašali prinose odabranog indeksa.

Na temelju načina upravljanja i profila tolerancije rizika onog segmenta javnosti na kojeg ciljaju, fondovi mogu ulagati u dionice, obveznice ili novčana tržišta. U tom kontekstu govorimo o dioničkim fondovima, obvezničkim fondovima, mješovitim fondovima i novčanim fondovima.

Kako je upravljanje portfeljem zapravo upravljanje rizikom, pri čemu se rizik definira kao mogućnost ili vjerojatnost da prinos od ulaganja bude nezadovoljavajući ili negativan, fondovi uspostavljaju procedure za upravljanje rizicima kojima se definira kontrola, analiza i nadzor nad rizicima u portfelju fonda. Rizici se mogu općenito podijeliti na:

1. tržišne rizike,
2. kreditne rizike,
3. operativni rizik,
4. ostale rizike.

Tržišni rizik je rizik gubitka do kojeg dolazi zbog neočekivanih i nepovoljnih promjena u tržišnim faktorima kao što su kamatne stope, tečajevi stranih valuta te cijenama vlasničkih vrijednosnih papira. Tržišne rizike možemo dodatno podijeliti na:

kamatni rizik – tržišne kamatne stope i cijene obveznica imaju obrnuto proporcionalan odnos pa postoji rizik od pada vrijednosti obveznica u portfelju kada kamatne stope rastu,

valutni rizik – fond u svojem portfelju može imati vrijednosne papire denominirane u različitim valutama te promjena tečajeva tih valuta može utjecati na smanjenje/povećanje imovine fonda,

cjenovni rizik – rizik od gubitka koji proizlazi iz promjene cijena tržišnih instrumenata,

rizik volatilnosti – rizik od potencijalne promjene cijene odnosno instrumenta poput opcije ili percepciji tržišta da će se cijena odnosno instrumenta promijeniti,

tržišni rizik likvidnosti – rizik koji proizlazi iz nemogućnosti fonda da brzo i lako unovči pozicije u vrijednosnim papirima iz portfelja fonda po njihovim tržišnim cijenama.

Kreditni rizik je rizik gubitka do kojeg dolazi zbog nepovoljnih promjena u bonitetu dužnika slijedom čega izdavatelj dužničkog vrijednosnog papira nije u mogućnosti ispuniti svoje novčane obveze prema fondu u visini dospjelih obveza u rokovima dospijeca obveza, što bi moglo negativno utjecati na likvidnost i vrijednost imovine fonda. Podvrste kreditnog rizika su:

rizik ugovorne strane – rizik gubitka do kojeg dolazi zbog pogoršanja kreditne sposobnosti dužnika ili zbog defaulta dužnika,

rizik namire – mogućnost ostvarenja gubitka u slučaju da druga ugovorna strana neće biti u stanju izvršiti namiru transakcije, bilo da neće isporučiti financijske instrumente ili novac na tekući račun na način i u vrijeme kako je očekivano,

Rizik koncentracije – svaka pojedinačna, izravna ili neizravna, izloženost prema jednoj osobi, odnosno grupi povezanih osoba ili skup izloženosti koje povezuju zajednički čimbenici rizika.

Operativni rizik je rizik financijskog gubitka uslijed neadekvatnih aktivnosti ljudi, procesa, informatičkih sustava ili vanjskih utjecaja, poput rizika oštećenja imovine i rizika od vanjske prijevare.

Ostali rizici uključuju:

- politički i ekonomski rizik države,
- rizik promjene pravnih i poreznih propisa,
- rizik upravljanja poslovanjem društva,
- rizik donošenja pogrešnih strateških odluka,
- rizik gubitka povjerenja u integritet fonda,
- sistemska rizik,
- rizik sukoba interesa.

## 2. FK\_HR1

---

### 2.1. Osvrt na Fond

FK\_HR1 osnovan je 14. travnja 2014., te je tada u svom portfelju imao dionice Zagrebačke banke, grupe Adris, Excelse, tvornice šećera Viro, Viadukta, Đure Đakovića te HT-a.

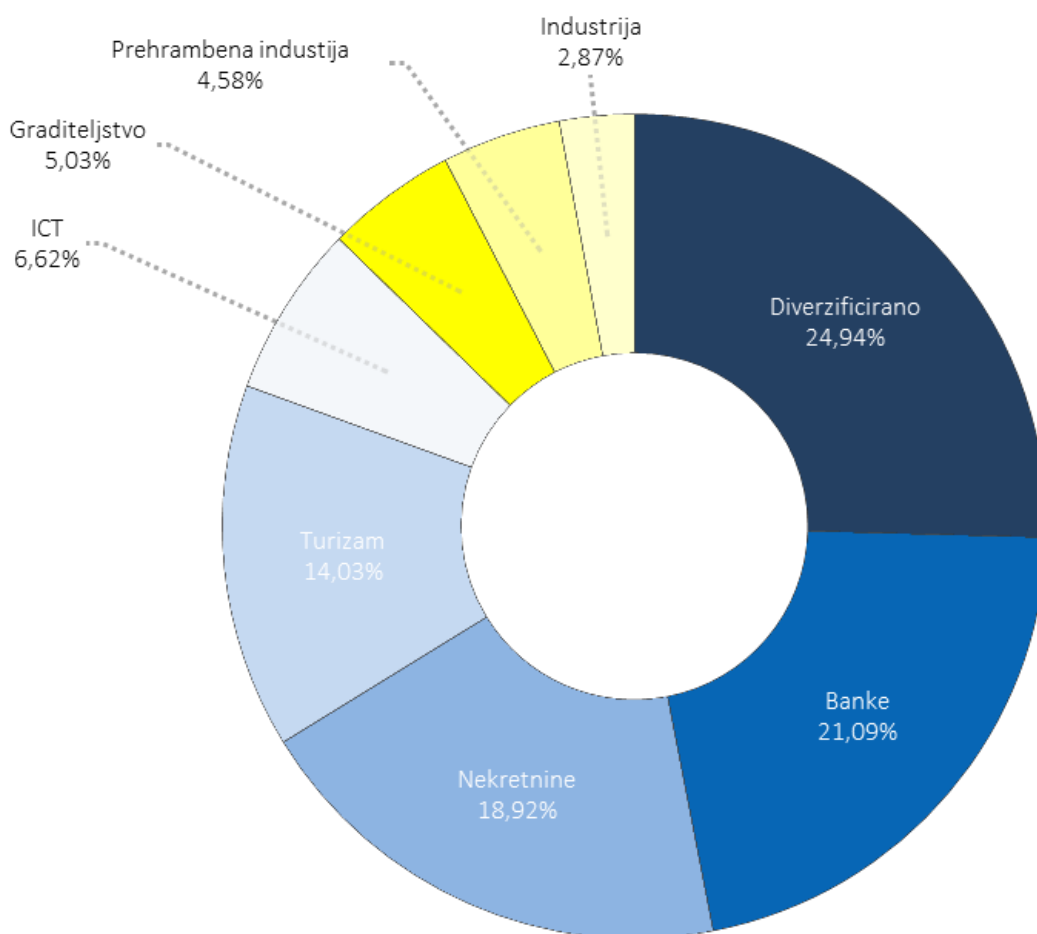
Od osnutka do danas, fond je imao ukupni prinos od 105,36%, dok je CROBEX, kao *benchmark*, u posljednje 3 godine narastao 9,84%. FK\_HR1 je osjetno profitabilniji od CROBEX-a, međutim, to je i očekivano, s obzirom na to da je po svojoj prirodi puno rizičniji.

U svibnju 2015., članovi FK\_HR1 odlučili su investirati u turističkoj industriji, te su tako u portfelj dodali dionice Valamara i Maistre. Ova investicija se pokazala naročito profitabilnom, iz razloga što su obje dionice rasle. MAIS-R-A je od svibnja 2015. do svibnja 2017. rasla 53,18%, dok je RIVP-R-A u istom razdoblju imao skok od čak 99,55%.

U veljači 2016. kupljene su dionice Ericsson Nikole Tesle i Dalekovoda. Te dvije dionice su također rasle s prosječnim prinosom od 22,6% (ERNT-R-A) i 10,7% (DLKV-R-A).

## 2.2. Fond danas

FK\_HR1 UCITS fond je dionički otvoreni fond. Sve dionice u portfelju fonda kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Članovi tima Upravljanje portfeljem upravljaju fondom isključivo pasivno kao što se i može vidjeti iz mjesečnih izvještaja. FK\_HR1 je karakterističan po svojoj rizičnosti, međutim, to se odražava u količini prinosa, tj. profitabilnosti, koja je čak 105,36% u posljednje tri godine, od osnutka. Udjeli dionica Fonda Financijskog Kluba prikazani su na *Slika 1*, zaključno s danom 30. travanja 2017. godine.



*Slika 1 Udjeli Fonda FK\_HR1*

## 3. ANALIZA KRETANJA FONDA KROZ 2016. GODINU

---

### 3.1. Makroekonomska klima

2016. godina, iako dobra za tržišta kapitala, biti će zapamćena rezultatima referenduma o Brexitu, koje je dovelo do ostavke Davida Camerona, izborima za novog predsjednika SAD-a, u kojima je republikanac Donald Trump neočekivano odnio pobjedu, ostavkom Mattea Renzija nakon talijanskog referenduma i općenitom porastu populizma i ekstremizma. Politički rizici će se u 2017. godini preseliti u Europu, zbog mogućeg ukidanja eura u Italiji i Francuskoj.

Zanimljivo će biti kako će Donald Trump voditi svoju monetarnu i vanjsku politiku u nadolazećoj godini te kako će to utjecati na S&P 500, Dow Jones i ostale indekse diljem svijeta.

Europska centralna banka nastavila je s tzv. “quantitative easing” metodom, kojom se nadaju da će spasiti euro, te pozitivno utjecati na stopu inflacije. Plan čelnika ESB-a, Maria Draghia, sastoji se u tome da će se svaki mjesec tiskati 60 milijardi eura, sve do kraja rujna 2017., a tim novcem će kupovati državne obveznice članica eurozone i tako stimulirati “tonuća gospodarstva”.

Stopa nezaposlenosti u Americi i dalje pada, dok je EU zoni na 10%, a u Japanu 3%.

Cijene nafte su porasle u studenom, dok je rast cijene zlata smanjen nakon američkih izbora. Cijena bakra je također rasla u 2016. godini.

Brexit nije imao katastrofalan utjecaj na BDP Velike Britanije, rezultirajući s većim prosječnim BDP-om nego li u Eurozoni. Američki BDP je također rastao u usporedbi sa 2015., dok je Kineski rast BDP-a usporio. Japanski BDP je porastao 1%.

Prema podacima Eurostata iz travnja 2017., javni je dug Hrvatske u prosincu 2016. godine pao na 289,07 milijardi kuna, ili 84,2 posto BDP-a, što je oko 500 milijuna kuna manje u odnosu na isti mjesec 2015., kada je iznosio 289,58 milijardi kuna ili 86,7 posto BDP-a. To je prvi pad javnog duga zabilježen nakon osam godina. Također, 2,7 milijarde kuna deficita predstavlja godišnje smanjenje manjka za čak 8,6 milijardi, sa 11,3 milijarde, a mjereno udjelom u BDP-u deficit je pao za 2,6 postotnih bodova, sa 3,4 na 0,8 posto BDP-a. To bi u svibnju 2017. trebalo rezultirati

izlaskom iz procedure za suzbijanje prekomjernog deficita, a lanjskom razinom manjka Hrvatska se našla i među članicama Europske unije s najnižim udjelom deficita u BDP-u u 2016.

U 2016. godini zabilježeno je 15.594.157 dolazaka i 78.049.852 noćenja turista u turističkim smještajnim objektima u Republici Hrvatskoj, što je 8,7% više dolazaka i 9,0% više noćenja turista u 2016. u odnosu na 2015. godinu. Turizam se tako ponovno pokazao kao najvažniji sektor u procesu gospodarskog oporavka sa snažnim utjecajem i na ostale domaće sektore poput prerađivačke industrije, građevinarstva i transporta. Uz to, niske razine cijene energenata te posljedično deflacija, povoljno su se odrazili na diskrecijski dohodak kućanstava te potaknuli snažan rast osobne potrošnje, a povoljno međunarodno okruženje, koje je prije svega određeno povijesno niskim razinama kamatnih stopa te nastavkom oporavka gospodarstava EU, značajno je pridonijelo dinamiziranju domaće gospodarske djelatnosti.

Od političkih događaja, najznačajniji je bio pad vlade premijera Tihomira Oreškovića, kojemu su u lipnju saborski zastupnici, kao i oni iz stranke koja ga je postavila, izglasali nepovjerenje pod optužbom da je zloupotrijebio policijski aparat. Nakon prijevremenih izbora u rujnu, vlast je ponovno pripala HDZ-u u koaliciji s Mostom i Andrejem Plenkovićem kao premijerom te je tako spriječena duža politička kriza koja je mogla ugroziti oporavak gospodarstva. Pri kraju godine, nova Vlada je najavila namjeru otkupa MOL-ovog ujela u INI, kao i sveobuhvatnu poreznu reformu, koja je stupila na snagu početkom 2017.

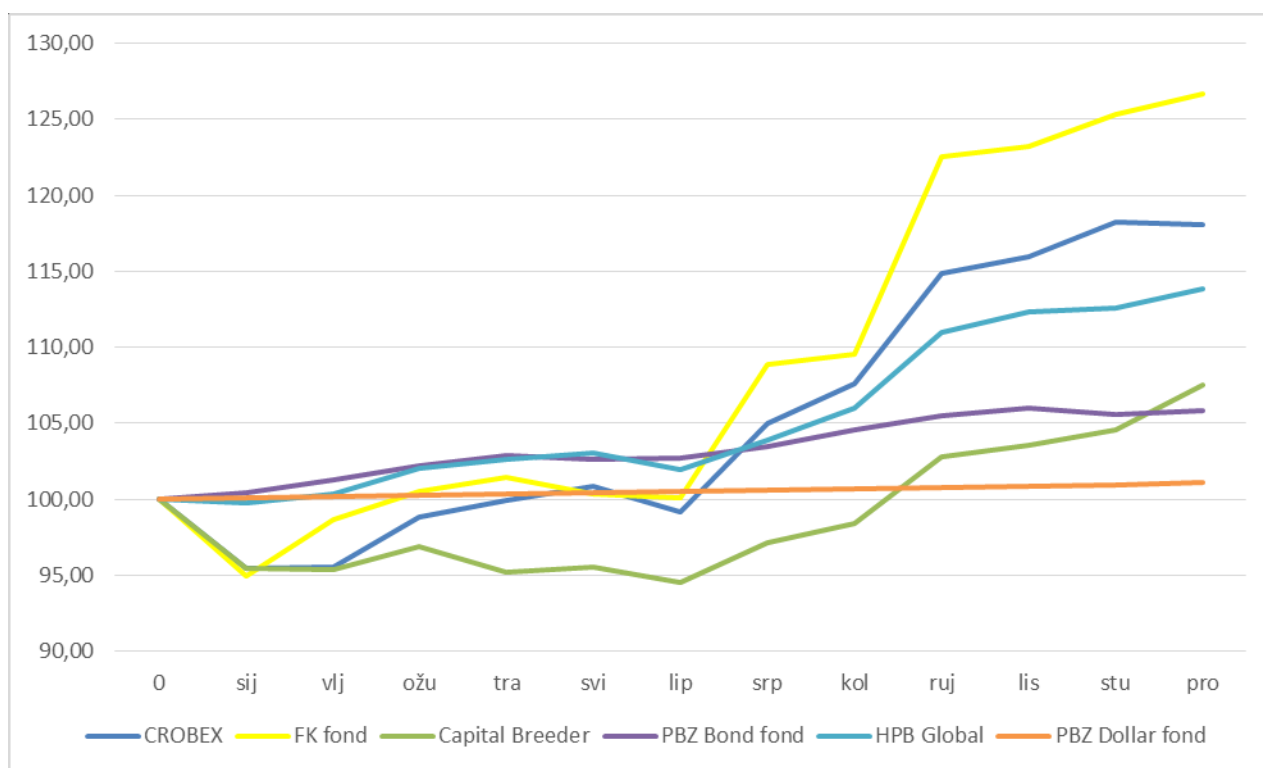
Ekonomski rast i optimizam su se odrazili i na tržište kapitala. Hrvatski dionički indeks CROBEX zabilježio je rast od 19,61% u 2016. godini, dok je uži indeks CROBEX10 rastao za 18,42%, uz povećani interes za dionicama, dijelom i zbog niskih kamata na depozite i obveznice. U prosincu je agencija Standard & Poor's (S&P) zadržala dosadašnji dugoročni kreditni rejting Hrvatske na 'BB' i kratkoročni na 'B', no povećala je izgleda s negativnih na stabilne, što je prvi pozitivni pomak za hrvatski rejting u devet godina.



### 3.2. Usporedba Fonda FK\_HR1 s ostalim fondovima

FK\_HR1 UCITS fond (u nastavku Fond) je dionički otvoreni fond s javnom ponudom koji svu svoju imovinu ulaže u dionice koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi. U nastavku će se uspoređivati njegova izvedba s obzirom na ostale UCITS fondove koji se nude u Hrvatskoj, svaki najbolji po prinosima u svojoj kategoriji, a period promatranja je od osnutka Fonda 14.4.2014. do 14.4.2017.

Slika 2 prikazuje kretanje Fonda u usporedbi s ostalim fondovima u Hrvatskoj te usporedbu sa CROBEX dioničkim indeksom.



Slika 2 Usporedba Fonda FK\_HR1 s ostalim fondovima

Usporedba FK\_HR1 s navedenim fondovima od 2014. godine do danas prikazana je u priloženoj tablici.

	CROBEX	FK fond	Capital Breeder	PBZ Bond	HPB global	PBZ Dollar
Ukupan prinos	9,84%	105,36%	63,30%	16,05%	35,97%	3,46%
2014.	0,63%	20,20%	19,55%	4,86%	11,36%	1,00%
2015.	-3,20%	32,59%	21,93%	3,36%	6,97%	1,09%
2016.	18,06%	26,69%	7,51%	5,82%	13,83%	1,09%
2017.	-4,49%	1,71%	4,20%	1,19%	0,27%	0,24%



Kao što je vidljivo, Fond je daleko nadmašio svoj benchmark za čak 95,5% u sve tri godine te za 8,63% u 2016., kao i sve ostale fondove. Rezultat se posebno treba sagledati s obzirom na rezultat najboljeg dioničkog fonda *Capital Breedera*, od kojeg je Fond rastao više za 42,06% u sve tri godine te 19,18% u 2016., jer su oboje dionički fondovi, od kojih se očekuje veći rast uz preuzimanje većeg rizika.



[www.finance.hr](http://www.finance.hr)

Financijski klub • [info@finance.hr](mailto:info@finance.hr)  
Trg J.F. Kennedyja 6 • 10000 Zagreb • Hrvatska

## 4. FK\_USD1

---

2017. godina donosi otvaranje novog Fonda Financijskog Kluba i to ovoga puta na najvećem svjetskom tržištu vrijednosnih papira, američkom tržištu. Industrija kojom otvaramo novi Fond je farmaceutska industrija te se u novi Fond iz spomenute industrije uključuju dionice 3 javno izlistane tvrtke, Johnson & Johnson (JNJ), Pfizer Inc. (PFE) te Eli Lilly and Company (LLY).

Novootvoreni Fond tim Upravljanje portfeljem Financijskog Kluba odlučio je optimizirati i diverzificirati koristeći fondove bazirane na obveznicama, zlatu te indeksima. Uz navedene 3 tvrtke čije će dionice činiti portfelj, dio portfelja biti će i SPDR Gold Shares (GLD), Vanguard 500 Index Investor (VFINX), Vanguard Small-Cap Value ETF (VRB) te iShares iBoxx Invst Grade Crp Bond (LQD).

### 4.1. Gold Shares (GLD)

Udjeli fonda vezanog uz zlato se uglavnom pomiču u suprotnom smjeru od tržišta vrijednosnih papira, što se vidi iz toga da je glavni primjer investicije s niskim ili negativnim beta koeficijentom upravo zlato. Ta tvrdnja se dalje očituje u shvaćanju kako je investiranje u fondove zlata i zlato općenito pametan potez za diverzifikaciju portfelja. Cijena zlata također ovisi o njegovoj proizvodnji te se između ostalog, cijena formira poput svakog dobra, odnosom ponude i potražnje. Sa strane ponude postoje velike rezerve zlata, dok je proizvodnja minimalna, na temelju čega se ipak zaključuje kako je jača sila ipak potražnja, koja puno više varira. Nadovezujući se na to, treba napomenuti kako nijedan investitor ne bi trebao previše biti izložen zlatu zbog njegove volatilnosti. Zlato se ponajprije gleda kao hedge instrument, a ne kao investicija jer glavna namjena ulaganja u zlato je zapravo zaštititi se od raznih ekonomskih šokova koji prijete portfelju. Investiranje u zlato ciklički se izmjenjivalo između dobre i loše investicije, no povijesna signifikantnost i razne primjene u tehnologiji garantiraju veliko zanimanje za investiranje. Dobar primjer bi bila prva polovica 2016. kada je zlato bila popularna investicija, te su se mogli ostvariti veliki povrati na ulaganja. U 2017. investicije u fondove koji ulažu u zlato su se pokazale profitabilnim za sada, što se može povezati sa raznim

nestabilnostima u velikim ekonomijama (rast ekstremizma, Trump, Brexit). ETF fondovi su fondovi čijim se udjelima, za razliku od običnih fondova, trguje na burzi poput dionica, što povećava njihovu likvidnost i mogućnosti prodaje iznad njihove neto vrijednosti.

Dotičući se samog GLD fonda, iz njegove izvedbe vidi se kako uspješno prati cijenu zlata. Razlike između cijene zlata i cijene dionice GLD fonda su minimalne, s čim se može pohvaliti investitorima. Također, investiranje u sam fond je puno jeftinije nego kupovanje samog zlata. Transparentnost fonda te fleksibilnost trgovanja njihovim dionicama također su neke od povlastica koje investitor uživa. Fond se također može pohvaliti s 852 tone zlata, što se po današnjoj cijeni prevodi u \$33.718.442.379,90.

## **4.2. Vanguard 500 Index Investor (VFINX)**

Vanguard 500 je indeksni fond koji u svom portfelju drži dionice Fortune 500 kompanija poput Apple-a, Microsofta, Amazona, Exxon, Johnson & Johnsona, Facebooka, AT&T itd. Apple je najjača pozicija u portfelju s 3,70% udjela, Microsoft je sljedeći s 2,50% te se većina drugih udjela nalazi na 1% i manje čime se postiže velika diverzificiranost. Indeksni fondovi su stvoreni da prate kretanje tržišta, te se upravo zato investiranje u takve fondove zove pasivno investiranje. Nadalje, potrošačima se osim sigurnosti nude i manje cijene ulaska u takve fondove od onih aktivnih. Nadovezujući se na pozitivne stvari, dobro je napomenuti kako većina pasivno vođenih fondova kroz vrijeme ima bolje rezultate od aktivno vođenih investicijskih fondova, zbog njihovih povećanih troškova upravljanja i transakcijskih troškova nastalih učestalim trgovanjem.

## **4.3. Vanguard Small-Cap Value ETF (VBR)**

Small-cap fondovi su fondovi koji su fokusirani na manje kompanije, one sa tržišnom kapitalizacijom između \$200 milijuna i \$3 milijardi. Takvi fondovi su riskantniji nego njihovi big-cap dvojnici, no mnogi investitori vole pratiti upravo te fondove zato što bolje pokazuju stanje ekonomije, jer su ovisniji o ekonomskom rastu i fokusirani su na domaće kompanije. 90% dobiti small-cap kompanija dolazi iz SAD, što dovoljno govori o visokoj domesticiranosti te osnažuje zrcaljenje cijena dionice fonda sa generalnom ekonomskom slikom u državi. Vanguardov small-cap

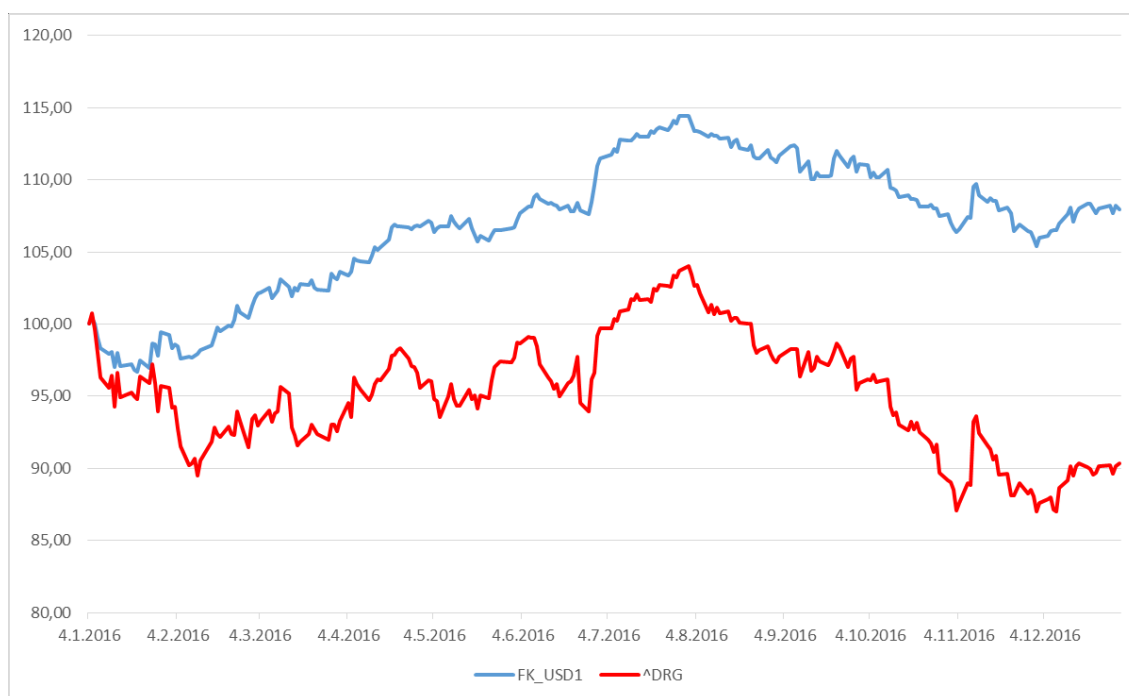
fond ulaže u mnoštvo kompanija, uzimajući u obzir da je najveći udio investicije u fondu malo poznata CDW korporacija sa 0,52%. Ulaganje u ovakve fondove možda i je riskantnije kao i samo ulaganje u small-cap dionice, no s time se razmjerno očekuju i veći prinosi.

#### **4.4. iShares iBoxx \$ Invst Grade Crp Bond (LQD)**

LQD je fond čiji se portfolio sastoji od obveznica korporacija poput Anheuser Busch, Verizona, Goldman Sachsa, Deutsche Telekom itd. Ulaganja u takve fondove obično se smatraju sigurnim jer su obveznice korporacija malo rizičnije od državnih obveznica SAD koji se smatraju nerizičnim. Upravo zato se investicija u ove fondove smatra pametnom kada su kamatne stope niske. Osim kamatnih stopa, vrijedno je napomenuti kako je važno pogledati i kreditni rizik sastavnica takvih fondova. Kako ti fondovi ulažu u obveznice, koje su kategorizirane po dobro znanim kriterijima, važno je vidjeti kakvi su udjeli određenih kvaliteta obveznica. Za LQD fond može se vidjeti kako je sačinjen od 45% BBB kategoriziranih obveznica, 40% A kategoriziranih obveznica, 12% AA kategoriziranih obveznica te je ostatak raspodjelen na AAA dionice. Zaključuje se kako su obveznice dobre kvalitete, no 45% dionica su BBB kategorije što je na pragu tzv. "Investment grade" obveznica, onih iznad spekulativnih. Naravno, što su obveznice u fondu bolje kategorizirane, manji je prinos, što se i vidi u manjem postotku AAA obveznica u portfelju fonda.

## 5. SIMULACIJA TRGOVANJA KROZ 2016. GODINU

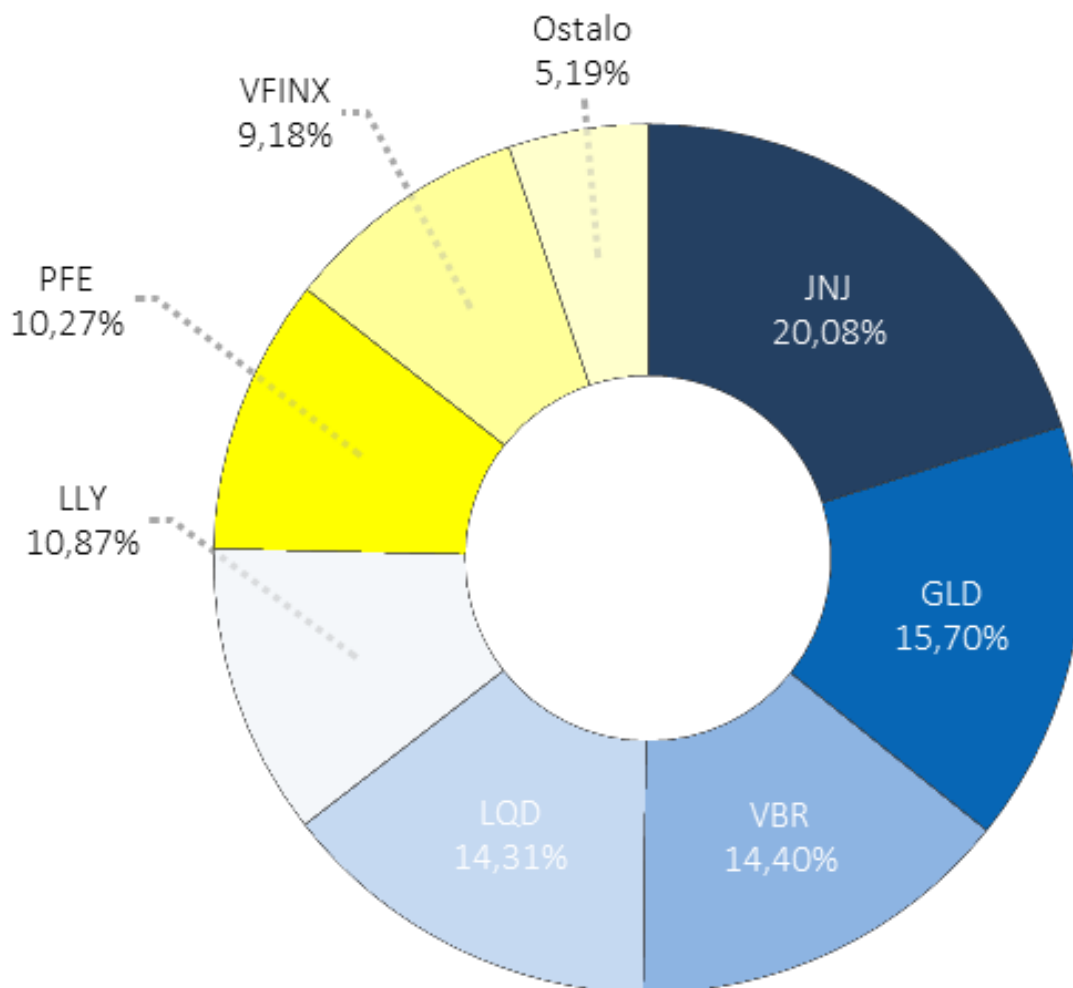
Uz pretpostavku da je FK\_USD1 osnovan početkom 2016. godine te da se sastoji od prethodno nabrojanih vrijednosnih papira, imamo uvid u kretanje takve investicije na *Slika 3*. Kretanje Fonda FK\_USD1 uspoređeno je s *benchmark* indeksom ^DRG koji predstavlja farmaceutski indeks na američkom tržištu. Razlika između simuliranog portfelja FK\_USD1 te indeksa farmaceutske industrije iznosi preko 27%.



Slika 3 Simulacija kretanja FK\_USD1 i ^DRG

Pozitivni rezultati navedenih investicija kroz 2016. dobar su indikator narednog razdoblja. Najveća prednost diverzifikacije portfelja prikazana je na grafu gdje je očigledno veća volatilnost indeksa farmaceutske industrije u odnosu na FK\_USD1 fond. Kroz razdoblje lipnja i srpnja te studenog prošle godine vidi se da je crvena linija, indeks, imala puno veće oscilacije te su dodatne investicije uvelike omogućile rezultat koji ova simulacija pokazuje.

Udjeli u portfelju koji su korišteni za navedenu simulaciju su prikazani na Slika 4.



Slika 4 Udjeli u FK\_USD1

Filip Vrlec, voditelj upravljanja portfeljem  
Dominik Vugić Sakal, analitičar  
Marko Jelčić, analitičar  
Ljudevit Stantić, analitičar