



Sklad za financiranje razgradnje NEK
in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK

NALOŽBENA POLITIKA

**Sklada za financiranje razgradnje NEK in
za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK**

za leto 2019

(Predlog 1)

Osnutek: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 20. redni seji dne 10. decembra 2018

Predlog 1: Obravnaval in sprejel Upravni odbor Sklada na 69. korespondenčni seji dne 4. februarja 2019



Naložbena politika Sklada za leto 2019

Sklad za financiranje razgradnje NEK
in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK
Cesta 4. julija 42 • 8270 Krško
Telefon: 07/ 49 01 710 • Faks: 07/ 49 02 841
E-mail: sklad@sklad-nek.si

**KAZALO****Stran**

KLJUČNI POUČENI	1
1 UVOD	2
1.1 Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev	2
1.2 Makroekonomska slika v letu 2018	2
1.3 Usmeritve Sklada za leto 2019	9
2 NALOŽBENA POLITIKA	10
2.1 Naložbeni cilji	10
2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2019	11
2.3 Naložbe v netržne vrednostne papirje	13
2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih	14
2.5 Naložbeni proces	14
2.6 Merjenje donosa naložb	16
2.7 Kriteriji primerljivosti	16
2.8 Ciljna donosnost Sklada	19
2.9 Odstopanja od kriterijev	20
3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ	21
3.1 Vrste tveganj	21
3.2 Merjenje tveganja	22
4 ZAKLJUČEK	23



KLJUČNI Poudarki

Ključni poudarki Naložbene politike Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK za leto 2019:

- Predvideno je preseganje donosa benchmarka.
- Predvideno je ohranjanje nizke tveganosti portfelja.
- Fundamentalna strateška usmeritev Sklada ostaja nespremenjena; konservativna naložbena politika, kjer prevladujejo dolžniški vrednostni papirji izdajateljev z visoko boniteto.
- Minimalen delež dolžniških vrednostnih papirjev v portfelju znaša 75 %, od tega minimalno 40 % v državnih obveznicah in obveznicah podjetij v državni lasti ter nadnacionalnih inštitucij.
- Najvišji dovoljeni delež lastniških vrednostnih papirjev v portfelju ostaja 25 % portfelja, pri čemer bo glavčina tega naložena v ETF-je in vzajemne sklade.
- Taktičen izbor podjetniških obveznic, tj. tistih z ustrezno visokimi razmiki. Podjetniške obveznice še vedno ponujajo boljše razmerje med donosnostjo in boniteto od državnih obveznic.
- Kratko trajanje obveznic z namenom minimiziranja obrestnega tveganja v času nizkih (negativnih) obrestnih mer, za katere se pričakuje, da se bodo dvignile.
- Kriteriji primerjave donosa:
 - primerjalni indeks (benchmark),
 - tehtana povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (GECU10YR Index) in svetovnega borznega indeksa (MSCI World EUR, MSERWI Index),
 - minimalna zajamčena donosnost za leto 2019, določeno s strani Ministrstva za finance RS,
 - donosnost obvezniških vzajemnih skladov in pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko.

1 UVOD

1.1 Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev

Pri pripravi Naložbene politike Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK za leto 2019 (v nadaljevanju: Naložbena politika) je Sklad za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK (v nadaljevanju: Sklad) upošteval naslednje zakonske in strokovne podlage:

- Zakon o Skladu za financiranje razgradnje Nuklearne elektrarne Krško in odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško (Uradni list RS, št. 75/94 ter spremembe in dopolnitve št. 24/03, 47/03 – UPB, 68/08 in 77/08 ZJS-1; v nadaljnjem besedilu: ZSFR),
- Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (Uradni list RS št. 102/04 – uradno prečiščeno besedilo in 70/08 – ZVO-1B, 60/2011 in 74/15),
- Zakon o varstvu pred ionizirajočimi sevanji in jedrski varnosti (Uradni list RS št. 76/17),
- Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/99, 124/00, 79/01, 30/02, 110/02-ZDT-B, 56/02-ZJU, 127/06-ZJZP, 14/07-ZSPDPO, 109/2008, 49/2009, 38/10, 107/10, 110/11, 104/12, 46/13, 82/13, 101/13, 101/13, 38/14-ZIPRS1415-A, 95/14-ZIPRS1415-C, 14/15-ZIPRS1415-D, 55/15-ZFisP, 96/15-ZIPRS1617, 80/16-ZIPRS1718, 33/17-ZIPRS1718-A, 71/17-ZIPRS1819, 13/18),
- Program razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva (izdelan skladno z zahtevami 10. člena Pogodbe med Vlado Republike Slovenije in Vlado Republike Hrvaške o ureditvi statusnih in drugih pravnih razmerij, povezanih z vlaganjem v NEK, njenim izkoriščanjem in razgradnjo (Ur. list RS – Mednarodne pogodbe, št. 5/2003)),
- Statut Sklada,
- Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (št. 1202-4/2009/99, 23. avgust 2011),
- Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (št. AŠ/MŠ-475/11, 15. november 2011),
- Odzivno poročilo Vlade Republike Slovenije na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (št. 0602-4/2010/18, 22. november 2011),
- Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (št. 321-1/2013/92, 21. december 2016),
- Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (št. DŠT-MŠ-75/2017, 22. marec 2017),
- Makroekonomske napovedi o gibanju svetovnega gospodarstva.

1.2 Makroekonomska slika v letu 2018

Gospodarska rast in zaposlenost

Svetovno in evropsko gospodarstvo se še vedno nahajata v izjemnem konjunktornem ciklu, ki ga že devet let (v Evropi šest let) spremljajo rast zaposlenosti in plač, dobičkonosnosti, potrošnje prebivalstva, investicij podjetij in držav, v monetarnem smislu pa tudi ugodni pogoji financiranja, ki so bili integralni del rasti. Pozitivna pričakovanja in optimizem so se kazala tudi v ocenah gospodarske rasti. Še na začetku leta so analitiki Mednarodnega denarnega sklada (IMF) za leti 2018 in 2019 napovedovali kar 3,9 % rast. Ugodno gospodarsko klimo je od drugega kvartala naprej presekala trgovinski spor med ZDA in Kitajsko, ki je hitro posrkal tudi države Evropske unije (EU) in se je razvil v trgovinsko vojno. Trgovinska vojna je v trgovinski aktivnosti med vpletenimi državami in tudi širše vnesla ogromno negotovosti.



Čedalje večje politične napetosti v svetu, kjer v ospredje stopa gospodarski protekcionizem ter negotovosti glede urejanja zunanjetrgovinskih razmerij med EU in Veliko Britanijo, so po brexitu privedle do znižanja napovedi rasti za leti 2018 in 2019 na 3,7 %. Na udaru so se znašla predvsem gospodarstva Latinske Amerike (Argentina, Brazilija, Mehika), Bližnjega vzhoda (Iran) ter Turčije in Indije. Še posebej močno so se znižale napovedi za gospodarsko rast na Kitajskem, saj gre za državo, ki je v največji meri vpeta v trgovinski spor. Korekcije navzdol pa so vplivale tudi na znižanje napovedi za vse njene tesne trgovinske partnerice. Tudi v državah EU so se napovedi gospodarske rasti tekom leta znižale, deloma tudi zaradi vplivov brexita in z njim povezanih negotovosti. Gospodarska rast ostaja stabilna predvsem v ZDA, kjer pa se pojavljajo vprašanja, ali jo je v danih okvirjih možno vzdrževati. Vse to povečuje nesorazmerja v stopnjah gospodarske aktivnosti v posameznih regijah. Dodaten dejavnik, ki ga pri napovedi gospodarske rasti v gospodarstvih v razvoju ne smemo zanemariti, je gibanje obrestnih mer. Glede na to, da so te države praviloma zadolžene v USD ali EUR, bi vsakršna napovedana rast obrestnih mer v ZDA ali evro-območju prispevala k rasti stroškov obresti v lokalni valuti. Dejstvo je, da se je zadolženost teh gospodarstev v zadnjih desetih letih še povečala.

Po letih vztrajne rasti je gospodarska rast tudi v Evropi dosegla vrhunec v letu 2017 in se v letu 2018, pri sicer nadpovprečnih ravneh, pričela postopno umirjati. V evro območju naj bi tako v letu 2018 rasla v povprečju 2 % in 1,9 % v letu 2019. Nekoliko višja naj bi bila rast v državah EU (2,2 % v 2018 in 2 % v 2019), predvsem na račun evropskih gospodarstev v razvoju (Poljska, Romunija, Madžarska, Bolgarija, Latvija, Estonija, Ciper, Malta), kjer je rast tradicionalno višja kot v razvitem delu EU. Gonilna sila evropskega gospodarstva ostaja Nemčija, ki ji Evropska komisija napoveduje 1,8 % rast v letu 2019 in 1,7 % v 2020, pri čemer se pričakuje še nadaljnji upad stopnje brezposelnosti na 3,2 % v 2019 in na 3 % v 2020. Franciji, ki se trenutno sooča s socialnimi nemiri, napovedujejo nekoliko nižjo, vendar stabilno rast v višini 1,6 % za leti 2019 in 2020, predviden pa je tudi upad brezposelnosti z 9 % v 2018 na 8,8 % v 2019 in na 8,4 % v 2020. Italija, kot javno-proračunski bolnik, je pod drobnogledom Evropske komisije, saj javni dolg in proračunski primanjkljaj močno presegata maastrihtske kriterije. Gospodarska rast naj bi iz letošnje stopnje 1,1 % v letu 2019 porasla na 1,2 % in v 2020 dosegla 1,3 %, stopnja brezposelnosti pa naj bi se znižala na okoli 10 %. Španiji analitiki napovedujejo 2,2 % rast v 2019 in 2 % v 2020. Problem v Španiji še vedno ostaja brezposelnost, predvsem mladih, ki se je v pokriznem obdobju sicer izjemno znižala, a je pri dobrih 13 % še vedno nadpovprečna. Najvišjo rast si lahko obetajo v državah srednje in vzhodne Evrope: Bolgarija (3,5 %), Češka (3,0 %), Madžarska (4,3 %), Poljska (4,8 %) in Romunija (3,6 %). Gospodarstva omenjenih držav se krepijo predvsem na podlagi ugodnih ekonomskih pogojev in javnofinančne stabilnosti, kar prispeva k tujim investicijam, rasti proizvodnje, zaposlenosti, plač in v končni fazi potrošnje gospodinjestev. Izboljšanje ekonomskih kazalcev si lahko obetajo tudi na sosednjem Hrvaškem, kjer si lahko v prihodnje, tudi na račun odliva delovno sposobnega prebivalstva v tujino, obetajo znižanje brezposelnosti. Irski se v 2018 obeta 7,8 % gospodarska rast ter upad brezposelnosti v območje 5 %, kar je primarno posledica večje prisotnosti multinacionalk v državi, investicij v nepremičninski sektor in opremo, medtem ko so višje plače prispevale h krepitvi potrošnje gospodinjestev.

V Evropi prihaja do popravkov gospodarske rasti predvsem zaradi negotovega razpleta trgovinske vojne ter brexita, za katerega ni znano niti, v kakšni obliki se bo zgodil, niti, kakšne posledice bo pustil. V Evropi je trgovinska vojna zajela predvsem avtomobilsko industrijo in industrijo, ki je navezana nanjo, saj so ZDA napovedale uvedbo carin na uvoz v tujini izdelanih avtomobilov. Tak ukrep bi močno prizadel predvsem nemško avtomobilsko industrijo. Na drugi strani lahko pričakujemo, da bo normalizacija monetarnih politik v državah EU privedla do rasti obrestnih mer, kar se utegne poznati pri stroških podjetniškega financiranja (obratna sredstva, CAPEX), kar utegne imeti negativni učinek na podjetniški investicijski cikel. V prihodnjih obdobjih pričakujemo postopno rast v prvi vrsti pasivnih obrestnih mer, od druge polovice leta 2019 naprej pa tudi dvige ključne obrestne mere. O brexitu trenutno vemo le to, da je izstop predviden za 29. marca 2019, ko bosta minili dve leti od sprožitve 50. člena Pogodbe o Evropski uniji. Čeprav so pogajanja o izstopu zaključena, je treba dogovor potrditi še v parlamentu, kar na britanski strani otežuje razmerje sil v dvorani.

Slovensko gospodarstvo bo po oceni UMAR-ja v 2018 zabeležilo visoko, kar 4,4 %, stopnjo gospodarske rasti. Tako kot v 2017, je rast temeljila predvsem na investicijah zasebnega sektorja in države. V letu 2018 se je povečal tako obseg potrošnje države, kot tudi gospodinjestev, medtem ko je izvoz, vsled umirjanja



industrijske proizvodnje pri tradicionalnih kupcih (Nemčija, Italija), zabeležil nekoliko nižjo rast. Predvsem na račun nižje rasti izvoza ter višjih stroškov dela je v naslednjih letih predvidena nekoliko bolj umirjena rast; 3,7 % v letu 2019 in 3,4 % v letu 2020. Stopnja brezposelnosti je septembra 2018 znašala 5,5 % in bi se naj zniževala tudi v naslednjih letih (4,9 % v 2019; 4,4 % v 2020). Če bo predvidena rast plač omejevalni dejavnik predvsem iz vidika višjih stroškov dela, pa utegne prispevati k rasti zasebne potrošnje. V gradbeništvu naj bi investicijski cikel ohranil zamah ravno na račun večje investicijske aktivnosti zasebnega sektorja.

Ameriško gospodarstvo naj bi v letu 2018 doseglo najvišjo stopnjo rasti pri 2,9 %, v letu 2019 pa naj bi se stopnja rasti umirila pri 2,5 %, predvsem na račun učinkov uvoznih carin na vrsto proizvodov. Sredi septembra je ameriška vlada uvedla 10 % carine na uvoz aluminija, 25 % carine na uvoz jekla in 10 % carino na blago, uvoženo iz Kitajske, v vrednosti 200 milijard USD. Program davčnih olajšav, ki naj bi pomagal krepiti domače gospodarstvo in preko dodatnega zaposlovanja posledično tudi domačo potrošnjo, bo omilil negativen učinek povračilnih ukrepov kitajske vlade (5 %-10 % carine na uvoz blaga v vrednosti 60 milijard USD). Davčne olajšave utegnejo povzročiti pregrevanje gospodarstva, saj je stopnja brezposelnosti na rekordno nizki ravni (3,9 %), v letu 2019 pa naj bi se dodatno znižala na 3,5 %. Poglavitna težava, na katero opozarjajo analitiki IMF, so plačna nesorazmerja med posameznimi sektorji oziroma starostnimi skupinami, inflacijski pritiski pa bi tako bili neenakomerno razporejeni, kar bi dodatno prispevalo k socialnim neenakostim, ki bi se negativno odrazile na gospodarski rasti. Opaznejši upad stopnje gospodarske rasti se pričakuje v letu 2020 (1,9 %), ko se bo program davčnih olajšav zaključil, ključna obrestna mera pa bo predvidoma višja, saj bo domača potrošnja prispevala k rasti cen.

Umiranje gospodarske rasti je predvideno tudi na Japonskem, kjer naj bi po 1,7 % rasti v 2017, gospodarska rast v 2018 dosegla 1,1 %, v letih 2019 in 2020 pa napovedi kažejo upad na 0,9 % in 0,5 % rast. Izmed dejavnikov, ki vplivajo na japonsko gospodarsko rast, velja izpostaviti negativne demografske trende, ki jih slika staranje prebivalstva. Posledica je pomanjkanje delovne sile, ki se kaže v rasti plač, vendar so višje plače prispevale k stabilni domači potrošnji. Velja pa tudi, da po tehnološkem preboju, ki je Japonsko povzdignil med gospodarske velesile, država še vedno ni našla ustreznega odgovora na trenutna ekonomska in družbena dogajanja.

Glavnino gospodarske rasti v svetovnem smislu je zadnja leta odpadlo na pleča Kitajske. Rast na Kitajskem je izjemno okrepila kitajski srednji razred, z njim pa tudi (lokalno) potrošnjo. Posledica tega je bila rast zadolženosti podjetij, ki že predstavlja izjemno obremenitev za kitajsko gospodarstvo in pomeni resno tveganje za njen razvoj v prihodnje. V luči trgovinske vojne z ZDA slednje velja še toliko bolj, saj je v mnogih podjetjih zadolževanje temeljilo na povsem drugačnih predpostavkah. Tudi na račun trgovinske vojne, ki bi utegnila rast znižati za 0,2 odstotne točke, bi naj gospodarska rast v 2018 na Kitajskem znašala 6,6 %, v 2019 bi naj dosegla 6,2 %, medtem ko naj bi se v 2020 spustila pod mejo 6 %. Če bi se črnogledi scenariji dejansko pričeli uresničevati, ne gre zanemariti proaktivne vloge kitajske države, da s posegi monetarne politike in krepitvijo domače potrošnje skuša omiliti stroške na gospodarstvo. Izmed večjih svetovnih gospodarstev IMF najvišjo rast napoveduje Indiji, in sicer 7,3 % za leto 2018 in 7,4 % v letu 2019.

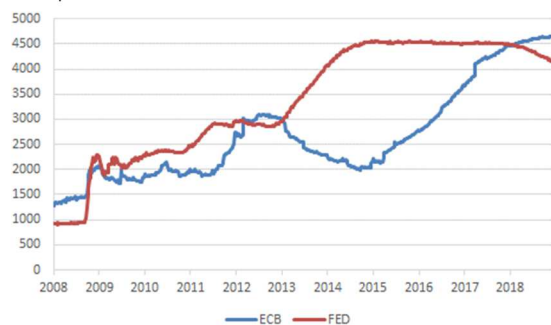
Rusko gospodarstvo, ki temelji predvsem na izvozu energentov, je v letu 2018 utrpelo močne udarce, saj je prišlo do občutnega znižanja cen nafte in zemeljskega plina. V 2018 se pričakuje 1,7 % rast, v letu 2019 pa 1,8 %. Kamen spotike še vedno ostaja vloga Rusije pri sporu z Ukrajino, zaradi česar država ostaja v primežu sankcij s strani držav zahodnega sveta.

Monetarna politika

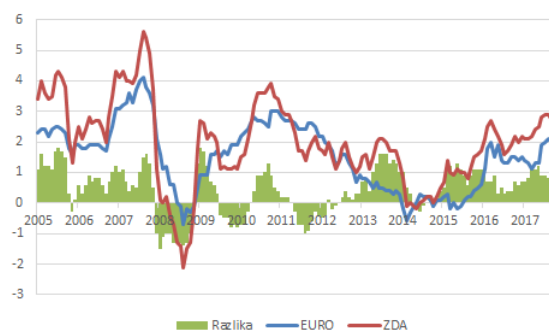
Konec leta 2018 se je zaključil program odkupa obveznic, kar pomeni začetek stabilizacije bilance Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB), ki je po velikosti 4.600 milijard EUR v letu 2018 že preseгла bilanco ameriške centralne banke (v nadaljevanju FED). V ZDA se je monetarna stabilizacija zgodila že leta 2014, ko je FED stabiliziral svojo bilanco pri 4.500 milijardah USD. Posledično se v ZDA ključna obrestna mera zvišuje že daljše obdobje, FED pa tudi že znižuje višino svoje aktive, mesečno za 50 milijard dolarjev do oktobra 2018. Konec leta je ECB po planu zaključil svoj program QE.

Pri politiki obrestnih mer bodo v letu 2019 vsa pričakovanja uprta v inflacijo in inflacijska pričakovanja, ki sta ključna odločitvena dejavnika pri politiki obrestnih mer. V ZDA je inflacija že prešla mejo 2 % in bi naj konec 2018 dosegla raven 2,4 % ter se v 2019 stabilizirala pri 2,1 %. Pomemben vidik, ki je v ZDA prispeval k rasti inflacije, je bila davčna reforma Trumpove administracije v okviru fiskalnega programa, ki se bo končal predvidoma leta 2020. Davčna reforma je v času siceršnjega gospodarskega razcveta še dodatno prispevala k rasti gospodarske aktivnosti, zaposlenosti, kar je prispevalo k rasti plač. Ocenjuje se, da utegnejo slednje v 2018 zrasti za 3 %. Višje plače praviloma okrepijo potrošnjo, s tem pa ustvarijo pritisk na cene. Vpliv energentov v inflacijski košarici je manjši, je pa treba poudariti, da so bile v letu 2018 cene energentov, predvsem na račun ekonomskega in geostrateškega dogajanja v svetu (trgovinska vojna, sankcije Iranu), izjemno volatilne in tudi podložne obratom. Trenutno se sodček nafte WTI nahaja nekoliko nad 50 dolarji, kar je cena, ki si jo bodo izvoznice zagotovo prizadevale dvigniti. Poudariti tudi velja, da je 1. februarja 2018 Jerome Powell na čelu FEDA zamenjal Janet Yellen, ki je banko vodila od leta 2014. Powell je že napovedal, da bodo odločitve FEDA glede dvigov ključne obrestne mere temeljile na svežih makroekonomskih podatkih, kar daje slutiti, da dvigi v letu 2019 ne bodo tako pogosti kot v 2018.

Slika 1: Aktiva ECB in FEDA (v mrd EUR, USD)



Slika 2: Inflacija v evroobmočju in ZDA in razlika



V evro-območju se stabilizacija monetarne mase pričakuje v letu 2019, ko se bo zaključil program odkupa obveznic. Tudi v evro-območju bo izvajanje monetarne politike odvisno od gibanja inflacije. V letu 2018 se je inflacija, predvsem na račun rasti gospodarske aktivnosti, zaposlenosti in dviga plač, pričela krepiti bistveno hitreje od predhodnih ocen, ki so jo postavile na raven 1,7 %. V 2018 se je okrepila tudi jedrna inflacija, ki pri trenutni ravni dobrega 1 % še ne dosega želene ravni 2 %. V 2018 je stopnja inflacije sicer izkazovala precejšnjo mero nestanovitnosti, a iz vidika izvajanja monetarne politike je pozitivno to, da kaže trend rasti proti ciljni stopnji. Naslednje leto si lahko obetamo dvig pasivne obrestne mere, ki se trenutno nahaja pri -0,4 %. Posledično lahko pričakujemo rast obrestnih mer na medbančnem trgu (EURIBOR), ki so še vedno za vse ročnosti negativne.

Na Japonskem si lahko obetamo upočasnjeno rast aktive njihove centralne banke (BoJ), predvsem zaradi dejstva, da banka že sedaj poseduje več kot 40 % državnih obveznic, kar ji omejuje nadaljnje nakupe. Inflacija, za katero se ocenjuje, da bo v letu 2018 znašala 1,2 %, bi se naj v letu 2019 okrepila na 1,3 %, a še vedno ostala pod ciljno ravni BoJ. V letu 2018 je predvidena tudi normalizacija monetarne politike na Japonskem.

Na Kitajskem se glavna skrb monetarnih oblasti nanaša na znižanje zadolženosti gospodarskega sektorja. Napoved za leto 2019 predvideva rast inflacije na podlagi višjih cen energentov in hrane. Stopnja rasti cen naj bi se v 2019 tako povečala na 2,4 %.

Tveganja v letu 2019

Ključna tveganja, ki bodo v 2019 na globalni ravni spremljala gospodarsko aktivnost in poganjala kapitalske trge, bodo izhajala iz trgovinskega dogovora med ZDA in Kitajsko, aktivnosti centralnih bank v procesu

normalizacije monetarnih politik in geopolitičnih žarišč, v EU pa ob tem še na brexitu in italijanskih javnih financah.

V svetovnem smislu bo največje tveganje v 2019 predstavljala **trgovinska vojna**, ki se je v 2018 še posebej močno razplamtela med svetovnima velesilama ZDA in Kitajsko, neposredno ali posredno pa zajela tako rekoč vse države sveta. Trgovinska vojna je že v 2018 privedla do znižanja obetov za gospodarsko rast v svetu. Glede na jedro konflikta med osrednjima protagonistoma ni pričakovati, da bi obe stranki v kratkem prišli do sporazuma, utegnili pa bi priti do zblizanja stališč. Takšna pričakovanja se zdijo še toliko bolj realna, saj se vse bolj dozdeva, da trgovinski presežek Kitajske in nepošteno trgovinske prakse niso edini kamen spotike in da je problem širše narave. Na drugi strani pa tudi ne gre pričakovati, da bo kitajski predsednik Xi Jinping preveč zarezal v kitajski ekonomski model. Zaenkrat so se kot najbolj ranljivi trgi pokazali trgi v razvoju. Gre namreč za trge, ki so v ekonomskem smislu tudi najbolj navezani na Kitajsko, na drugi strani pa so bili ti trgi prizadeti tudi na račun depreciacije njihovih valut, kot posledice rasti obrestnih mer v ZDA in krepitve dolarja. Na Kitajskem je naslednji faktor tveganja upočasnjevanje gospodarske rasti, kar utegne vplivati tudi na ceno surovin na svetovnih trgih. Naslednji faktor tveganja je izjemna zadolženost gospodarskih subjektov na Kitajskem kot posledice spodbujevalnih ukrepov države, povečanega zadolževanja v času gospodarskega razcveta in financiranja infrastrukturnih projektov v tujini.

V izvozno naravnani Evropi je trgovinska vojna zajela predvsem avtomobilsko industrijo in z njo povezane sektorje. Ob bok temu so omenjene sektorje v Evropi pretresale še mnoge afere. V EU bo poseben vidik tveganja povezan z razpletom izstopa Velike Britanije iz EU. Tako imenovani **brexit** je bil izglasovan 23. junija 2016 in bi se moral zgoditi 29. marca 2019. V 2018 so bila pogajanja med EU in Britanijo še posebej intenzivna, ki pa tudi na nekaterih ključnih točkah še niso uspela odpraviti vseh nesoglasij. Še najbolj verjetno se zdi oblikovanje nekakšnega enotnega carinskega območja brez carin in kvot; to pa je v danih okoliščinah še najbolj ugodna rešitev za obe strani. Ne smemo namreč pozabiti, da je Velika Britanija ključna trgovinska partnerica mnogih evropskih držav, še posebej Nemčije, in da trgovinska vojna ustvarja dodatna ekonomsko-politična tveganja, ki bi jih zapleti z brexitom le še poglobili. Oktobra 2018 je največ zanimanja prinesla najava nemške kanclerke Angele Merkel, da se decembra 2018 umika s položaja predsednice CDU in da se ob koncu mandata v letu 2021, če ga bo zdržala, poslavlja tudi s kanclerskega položaja. Pomembnejše od vprašanja naslednika Merklove je vprašanje, kaj to pomeni za prihodnost vladajoče koalicije. Zdi se, da je odstop Merklove povezan z migranti, ki jim je bila Merklova, v nasprotju z mnogimi drugimi, tudi člani njene stranke, izredno naklonjena. V letu 2018 so migranti med državljani EU povzročili kar nekaj negotovanja in tudi sicer se je pri tem vprašanju pokazala razklanost med članicami EU. Zaradi migrantov so mnoge države ponovno vzpostavile nadzor na svojih mejah, kar je okrnilo izvajanje prostega pretoka ljudi znotraj schengenskega območja. Migranti so bili pomembna volilna tema širom EU in tudi na **volitvah** v Evropski parlament, ki bodo med 23. in 26. majem 2019, bo to vprašanje vsekakor močno poudarjeno. V 2019 se petletni mandat izteče Evropski komisiji, pri čemer je njen trenutni predsednik Jean-Claude Juncker že izjavil, da se za mesto predsednika vnovič ne bo potegoval. Ob bok volitvam v evropski parlament so v državah EU razpisane parlamentarne in predsedniške volitve v kar nekaj državah. Medijsko zanimive bi utegnile biti predvsem parlamentarne volitve v Grčiji, za nas pa tudi predsedniške volitve v sosednji Hrvaški. Leto 2019 bo v EU zelo pestro tudi na monetarnem področju. S 1. januarjem ECB končuje izvajanje programa kvantitativnega sproščanja, a bo do nadaljnjega še vedno reinvestirala zapadle kupone in glavnice od zapadlih obveznic ter ohranjala izpostavljenost do posameznih držav. Poleti se pričakuje dvig pasivnih obrestnih mer, 31. oktobra pa bo svoj mandat sklenil guverner Mario Draghi, sicer odločen zagovornik ohlapne monetarne politike in spreten krmar ECB-ja v pokriznem obdobju. Naloga naslednika bo normalizacija monetarne politike. Ker se ECB nahaja pred pomembno odločitvijo glede zaključka politike kvantitativnega sproščanja, ki v bližnji prihodnosti pomeni tudi dvig obrestnih mer, lahko pričakujemo, da se bo ime **Draghijevega naslednika** in tabor, iz katerega prihaja, odrazilo tudi na kapitalskih trgih. V letu 2019 bo v EU aktualno vprašanje okrog italijanskega proračunskega primanjkljaja in vzdržnosti italijanskih javnih financ, ki so v letu 2018 privedli do rasti pribitkov na **italijanski dolg**. Predlog proračuna italijanske vladne ekipe se namreč ne sklada s pričakovanji Evropske Komisije glede zniževanja italijanskega javnega dolga, ki pri nekje 130 % BDP bistveno odstopa od načel EU; italijanska vlada načrtuje celo dvig javnega dolga za 50 mrd EUR. Navkljub konfliktnosti situacije je še najbolj verjeten scenarij ta, da bosta italijanska prvokategornika, Matteo Salvini in Luigi Di Maio, morala nekoliko popustiti in Italijo vendarle približati evropskim zahtevam.



V letu 2018 so ZDA trgovinsko vojno kar dobro absorbirale. Kljub vsemu ostajajo tveganja, da bo konflikt, še posebej, če bo dolgotrajen in se bo še poglobljajal, pustil posledice tudi na ameriškem gospodarstvu. Za ZDA bo v 2019 eno izmed ključnih ekonomskih vprašanj povezano z inflacijo, ki bo narekovala politiko FEDA. Obdobje dolgotrajne gospodarske rasti je državo privedlo do zgodovinsko gledano najnižje stopnje brezposelnosti (3,7 %), a je ob tem napajalo inflacijo, ki se je skozi celotno leto 2018 vztrajno stopnjevala in se poleti povsem približala meji 3 %. Še nedolgo nazaj je med analitiki veljalo strinjanje, da bomo v 2019 videli še tri tovrstne dvige, ki bodo ključno obrestno mero približali k stopnji 3 %; ta med ameriški bančniki velja za dolgoročno nevtralno stopnjo. V zadnjem času pa se vse glasneje krepijo argumenti v smeri večje zadržanosti. Ključen argument v prid višjim obrestnim meram izhaja iz strahu, da bi v času tako rekoč polne zaposlenosti v ZDA nizke obrestne mere privedle do pregrevanja gospodarstva in inflacije. Kritiki pretiranega dvigovanja obrestne mere predvsem izpostavljajo negotovosti v zvezi s trgovinsko vojno, povečano verjetnost cikličnega obrata, učinek višjih obrestnih mer na nepremičninski trg in nedavno volatilitnost na kapitalnih trgih, ki bi jo prehitro dvigovanje obrestne mere še poglobilo. Trenutno je učinek trgovinske vojne na ZDA bistveno manjši kot na Kitajsko in druge vpletene države, predvsem zaradi obsega trgovinske menjave med državami, normalizacije odnosov z državami EU ter Mehiko in Kanado v okviru prenove sporazuma NAFTA.

Bližnji vzhod ostaja eno osrednjih geopolitičnih žarišč, ki bodo tudi v 2019 polnila medijski prostor. Že za leto 2018 smo namigovali, da se spor, ki vsebuje močne elemente medverskega nasilja med dvema največjima muslimanskima vejama (šii in suniti), utegne sprevreči v odprti spor med Savdsko Arabijo in Iranom, in da je zelo živa nevarnost, da iz njega nastane regionalni konflikt večjih razsežnosti, ki bi zajel tudi Turčijo in druge države na arabskem polotoku. Zaostreni odnosi na Bližnjem vzhodu na eni strani vplivajo na ceno nafte, na drugi pa na odnose med svetovnimi silami (ZDA, Rusija, Kitajska). V odnosu do Rusije se tudi v letu 2019 pričakuje nadaljevanje sankcij, do katerih je prišlo po nasilni priključitvi Krima k Rusiji. Glede na to, da so v Ukrajini za leto 2019 razpisane tako predsedniške, kot tudi parlamentarne volitve, ne gre izključiti povečanja vojaških aktivnosti na konfliktnih območjih. Kljub otoplitvi odnosov med Severno Korejo in državami zahodnega sveta in sestankovanjem Kim Jong Una s Trumpom, napetosti še vedno ostajajo tudi na korejskem polotoku.

V ekonomsko-političnem smislu bi v **Sloveniji** leto 2019 utegnili miniti dokaj mirno, brez večjih pretresov. Še največ negotovosti lahko pričakujemo s strani sindikatov. Tudi v Sloveniji bodo potekale volitve v Evropski parlament.

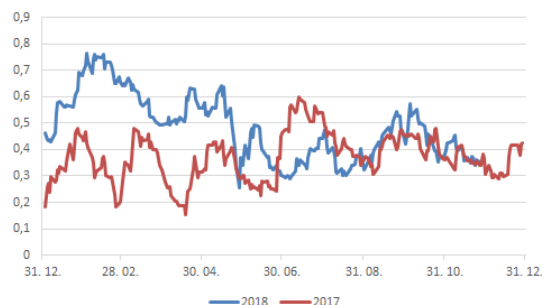
Kapitalni trgi v letu 2019

V letu 2019 bo osrednji generator gibanja na kapitalnih trgih razvoj trgovinske vojne. Spomnimo, da je v 2018 prav trgovinska vojna presekala rast borznih tečajev. Trenutno se nahajamo na točki, ko se gospodarski cikel približuje svojemu obratu in se tudi v Evropi končuje dolgotrajno obdobje kvantitativne denarne politike, ki je privedla do drastičnega znižanja obrestnih mer in je na trge plasirala 2100 milijard EUR (ECB) in 4000 milijard USD (FED) svežega denarja. Nizke (negativne) obrestne mere in poplava svežega denarja je bilo, ob bok odličnim makroekonomskim rezultatom in davčni reformi v ZDA, glavno gonilo rasti borznih tečajev. Z normalizacijo monetarnih politik bo tudi v EU usahnil pritok svežega denarja, na drugi strani pa bo prihajalo do rasti obrestnih mer, zaradi česar lahko ob pričakovanem obratu v gospodarskem ciklu pričakujemo borzne korekcije in **povečano volatilitnost**. Mnogi svatijo, da oktobrska korekcija že pomeni končanje večletnega bikovskega trenda in pomeni najavo medvedjega trenda, ki bi trge utegnil preplaviti v 2019. Četudi mnogo indikatorjev pritrjuje borzni previdnosti, pa so bolj optimistični investitorji prepričani, da potencial za rast še ni izčrpan in da bodo stabilnost ekonomskih fundamentov in močna gospodarska rast, ki jo ob nizkih stopnjah brezposelnosti še vedno spremlja rast zaposlovanja, tudi v 2019 poganjali delniške trge. Vsekakor previdnost na trgih ne bo odveč, saj nas zgodovina uči, da je takšno stanje negotovosti trenutek, ko so borzni trgi zelo občutljivi na informacije, še posebej negativne oziroma tiste, ki ne dosegajo visokih pričakovanj investitorjev.

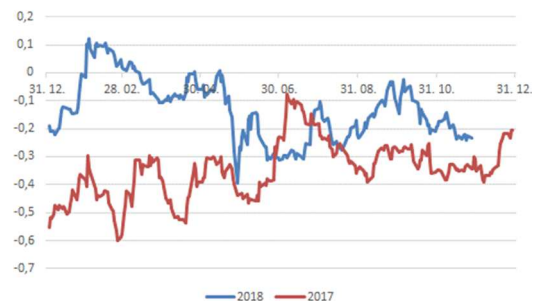
Za razvoj kapitalskih trgov bo ključno vprašanje, kolikšen del negativnih pričakovanj je že vgrajen v cene. Mnogi analitiki so mnenja, da je večji del črnih scenarijev že vgrajen v cene na azijskih in evropskih trgih; ti trgi so v 2018 izgubili tudi po petino svoje vrednosti. V kolikor to drži, bo pritisk nanje v 2019 manjši oziroma lahko pričakujemo popravke cen navzgor. Če v 2019 ne bo prišlo do nadaljnje rasti dolarskih obrestnih mer in krepitve dolarja, potem bo usahnil tudi ta vir pritiska na cene na teh trgih. Trgi razvijajočih se držav utegnejo doseči nadpovprečno rast tečajev tudi na podlagi dejstva, da so jih analitiki, predvsem zaradi višjega potenciala za gospodarsko rast od razvitih trgov, videli že kot zmagovalce leta 2018, kar bi se verjetno tudi zgodilo, če vmes ne bi prišlo do trgovinske vojne. Drugačna je slika na ameriških trgih, ki bi v 2019 utegnili doseči podpovprečne rezultate ali celo preiti skozi borzno korekcijo. Na ameriških trgih v letu 2018 ni prišlo do korekcije na enak način kot drugod, kar pomeni, da so vrednotenja v relativnem smislu glede na druge trge še nekoliko višja kot so bila na začetku leta 2018. Ameriški delniški trgi utegnejo biti pod dodatnim pritiskom visokih obrestnih mer, ki se pri 3 % že približujejo nevtralni stopnji. V ZDA se gospodarstvo nahaja na vrhu gospodarskega cikla, učinki Trumpove davčne reforme so tudi že za nami, na drugi strani so pričakovanja izredno visoka in podjetja bodo le stežka ohranjala tako visoke kazalce, da bodo zadovoljevali investitorje. Glede na visoka vrednotenja na ameriških trgih, negativne obete in močan dolar postajajo za ameriške investitorje zanimive tudi druge alternativne investicije, npr. na razvijajočih se trgih in v Evropi, ki so v 2018 najbolj trpele. V evrskem območju bodo delniški trgi podvrženi mnogim pomembnim dogodkom; 31. decembra 2018 se je zaključil program kvantitativnega sproščanja, v obdobju po poletju 2019 so predvideni dvigi obrestnih mer, marca se bo uradno zgodil brexit, maja volitve v Evropski parlament. Pričakujemo lahko povečano volatilitnost, v splošnem pa nekolikšno rast tečajev, saj so po korekciji v 2018 evropski delniški trgi postali ugodnejši, kar bi ob siceršnji moči evropskih gospodarstev utegnilo ugodno vplivati na cene.

Na trgu dolžniških vrednostnih papirjev utegnejo biti v 2019 še posebej izpostavljeni evrski trgi, primarno zaradi izrazito negativnih donosnosti na krajšem delu krivulj donosnosti in povečanega **obrestnega tveganja**, tj. izgubi vrednosti zaradi pričakovane rasti obrestnih mer. 30. novembra 2018 je šele 8-letna nemška državna obveznica izkazala rahlo pozitivno donosnost. Konec leta je ECB tudi prenehala z neto nakupi obveznic, kar bo povečalo pritisk na cene, a ohranjalo v uporabi druge instrumente za zagotavljanje monetarne stabilnosti v evro območju. Glede na to, da so v 2018 dogodki v Italiji in trgovinska vojna zavrli siceršnjo dinamiko rasti donosnosti državnih obveznic najvarnejših držav in izdajateljev, lahko pričakujemo, da bodo pri teh obveznicah učinki končanja programa QE najintenzivnejši. Za segment podjetniških obveznic bo pomembna rast prabitkov, do katere praviloma prihaja v obdobju splošne rasti obrestnih mer. V ZDA so monetarno stabilnost že dosegli, tako da utegnejo biti njihovi obvezniški trgi najmanj volatilni, bo pa donos za evrskega investitorja odvisen od gibanja tečaja dolarja. Obveznice držav v razvoju utegnejo zaradi baznega učinka doseči nadpovprečno rast tečajev.

Slika 3: Donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic v 2017 in 2018



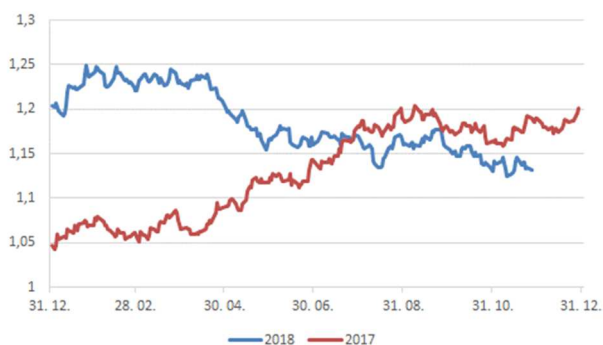
Slika 4: Donosnost 5-letnih nemških državnih obveznic v 2017 in 2018



Na valutnem trgu je bilo leto 2018 povsem drugačno od leta 2017, ko je dolar na svetovni ravni izgubil 9,87 % svoje vrednosti, oziroma v primerjavi z evrom kar 14,15 %. V 2018 je dolar vse do 25. januarja sicer nadaljeval padajoči trend iz 2017 in dosegel dno pri tečaju 1,2492 dolarja za evro. Kot posledica trgovinske vojne se je okreplil dolar, ki se je 27. novembra 2018 ustalil pri tečaju 1,1321 dolarja za evro, tj. YTD v višini 5,7 %. Tak obrat lahko pripišemo predvsem dejstvu, da dolar kot svetovna rezervna valuta v času ekonomskih napetosti deluje kot varno pribežališče. Obeti za 2019 se zdijo bolj naklonjeni evru. Predvsem se zdi, da so ključna tveganja, tj. trgovinska vojna, brexit, končanje programa QE, Italija, v območju evra

nekako že vgrajena v sam tečaj, medtem ko so v dolar vgrajena še dokaj optimistična pričakovanja, ki pa utegnejo marsikaterega vlagatelja razočarati. Dolar se zdi pod pritiskom tudi na podlagi novembrskih besed guvernerja Jeroma Powella, da se obrestne mere, ki so se vse od konca leta 2015 vztrajno dvigale, že nahajajo blizu nevtralne ravni, kar pomeni, da bi v 2019 lahko videli manjše število dvigov. Euro bi se utegnil okrepiti tudi na račun moči evropskega gospodarstva, ki bi preko inflacijskih pričakovanj ustvarila pritisk na ECB k hitrejši normalizaciji monetarne politike. Za euro so negotovosti povezane predvsem z italijanskim proračunom, a tudi tukaj se zdi, da je v tečaj vključen večji del negativnih pričakovanj. Če bo v 2019 prišlo do padca vrednosti ameriškega dolarja, bo to okrepilo tudi valute razvijajočih se držav, katerih gospodarstva in finančni trgi so še toliko bolj navezani na ZDA.

Slika 5: Gibanje tečaja EUR/USD v 2017 in 2018



1.3 Usmeritve Sklada za leto 2019

Naložbena politika je oblikovana tako, da ob upoštevanju načel varnosti, razpršenosti, donosnosti in likvidnosti ter drugih zakonsko določenih omejitev, ki jim je podvržen naložbeni proces, dosega stabilnost naložb in dolgoročno rast premoženja. Na tak način Naložbena politika prispeva k uresničevanju temeljnega poslanstva Sklada, ki je zbiranje sredstev za namene financiranja razgradnje NEK, varno skladiščenje in končno odlaganje izrabljenega jedrskega goriva ter radioaktivnih odpadkov v Republiki Sloveniji. Pri oblikovanju Naložbene politike upoštevamo določila ZSFR, ki Sklad definira kot varen sklad in določa, da se smejo sredstva Sklada v skladu z načeli varnosti, razpršenosti in vzdrževanja donosnosti vlagati v vrednostne papirje, depozite in druge varne naložbe. Pri oblikovanju Naložbene politike pa upoštevamo tudi to, da je Sklad zavezan vse svoje naložbe vrednotiti po tržni vrednosti.

Ocenjujemo, da bo portfelj Sklada v letu 2019 izraziteje izpostavljen **obrestnemu tveganju**, in to predvsem zaradi nizkih izhodiščnih obrestnih mer za evrske naložbe, ki se na trgih najvarnejših držav nahajajo v negativnem območju še krepko v srednjeročnem obdobju in predvidene rasti obrestnih mer, ki ustvarja pritisk na cene obveznic. V letu 2019 bomo obrestno tveganje omejevali z ohranjanjem **kratkega trajanja** obvezniških naložb. Kot odziv na dogajanja na trgih je že v preteklih letih prišlo do skrajšanja obvezniškega dela portfelja in delnega repozicioniranja delniških naložb v smeri nižjega tveganja portfelja. Preferenco bomo dajali obveznicam krajšega trajanja, ki so manj občutljive na spremembe obrestnih mer in mešanim skladom. Negotovosti, ki jim je podvržen delniški del portfelja, izhajajo predvsem iz razvoja trgovinske vojne. Na eni strani ustvarjajo priložnosti za realizacijo donosa, na drugi pa tveganje izgube. Na trgih, ki jih je trgovinska vojna v 2018 najbolj prizadela, so vrednotenja postala ugodnejša in kažejo večji potencial za rast v 2019.

Z namenom izvrševanja Naložbene politike si Sklad definira meje po posameznih naložbenih razredih za leto 2019. Pri oblikovanju le-te izhajamo iz ciljne strukture portfelja za leto 2018, stanja portfelja na dan 30. novembra 2018 in predvidevanj o dogajanju na finančnih trgih v letu 2019. Upošteva se postavljene ciljne strukture pa bo samo upravljanje portfelja odvisno od razmer na finančnih trgih, ki utegnejo biti v letu 2019 podvržene večji meri negotovosti, pri čemer bomo se z namenom doseganja zastavljenih ciljev portfelj trudili upravljati skrbno, kot dober gospodar. Zavedamo se, da večja nepredvidljivost trgov terja večjo pozornost in odzivnost pri upravljaljskih odločitvah.



2 NALOŽBENA POLITIKA

2.1 Naložbeni cilji

a.) Varnost naložb

Primarni naložbeni cilj Sklada je ohranjanje varnosti naložb. Omenjeni cilj izhaja iz varnosti naložb kot primarnega načela, h kateremu je zavezan Sklad. Cilj ohranjanja varnosti je nadrejen vsem preostalim ciljem. Varnost naložb dosegamo z vzdrževanjem nizke tveganosti posameznih naložb, z razpršenostjo naložb po posameznih naložbenih razredih in tudi znotraj posameznih segmentov, pretežnim investiranjem v dolžniške vrednostne papirje izdajateljev z najvišjo boniteto, omejitvami pri investicijah v bolj tvegane vrednostne papirje, uvajanjem dodatnih kriterijev in omejitev pri naložbah v lastniške vrednostne papirje ter prepovedjo investiranja v pretirano tvegane vrednostne papirje in naložbe. Pri dolžniških vrednostnih papirjih investiramo zgolj v obveznice investicijskega razreda. Naložbe v obveznice iz neinvesticijskega razreda so dovoljene v omejenem obsegu in skladno z dodatnimi omejitvami, praviloma preko vzajemnih skladov in ETF skladov.

Glede na svojo strukturo je portfelj Sklada v največji meri izpostavljen obrestnemu tveganju, ki ga upravljamo preko upravljanja trajanja naložb. V splošnem pa je Sklad izpostavljen tržnemu tveganju, ki ga merimo in upravljamo preko metode VaR (Value at Risk).

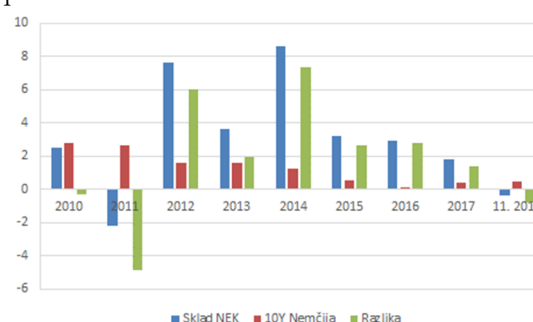
b.) Zagotavljanje donosa na sredstva

Naslednji cilj Sklada je doseganje donosnosti portfelja. Program razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva (v nadaljevanju: Program razgradnje NEK) je v letu 2003 kot ciljni donos Sklada v višini 4,29 % postavil višino dolgoročne obrestne mere na državne obveznice v območju evra na dan 10. decembra 2003.¹

Slika 6: Gibanje obrestnih mer na državne obveznice v državah evra, december 2003 – november 2018



Slika 7: Donos portfelja Sklada v primerjavi z donosnostjo 10-letne nemške državne obveznice po letih



Pri postavitvi Naložbene politike in v skladu s Programom razgradnje NEK si Sklad prizadeva dosegati povprečni letni donos portfelja v višini 4,29 %, pri čemer ohranja zavezo do spoštovanja primarnega načela, tj. načela varnosti. Zavedamo se, da je doseganje donosa v višini 4,29 %, kot jo eksplicitno določa Program razgradnje NEK iz leta 2003, na podlagi planirane Naložbene politike, trenutnih makroekonomskih, tržnih in monetarnih razmer ter s pretežnim investiranjem v dolžniške vrednostne papirje izdajateljev z najvišjo

¹ Cilj doseganja 4,29 % donosnosti izhaja iz Programa razgradnje NEK in odlaganja NSRAO in IJG (št. dokumenta: T-1123/03), kjer je kot podlaga za določitev obrestnega faktorja v višini 1,0429 in iz njega izhajajoče ciljne donosnosti portfelja Sklada v višini 4,29 % navedena višina dolgoročne obrestne mere na državne obveznice v območju evra na dan 10. decembra 2003 (kot merilo je bila upoštevana zahtevana donosnost 10-letne nemške državne obveznice). Zahtevana donosnost je določena kot tista, ki pri letni rasti cen industrijskih proizvodov v višini 0,73 % privede do 3,5 % diskontnega faktorja, s katerim so diskontirani posamezni scenariji odlaganja NSRAO in IJG.

boniteto možno doseči le ob bistveno večjem tveganju. S tem bi tvegali neskladje z zasledovanjem primarnega cilja (ohranjanje vrednosti premoženja), to pa bi tudi bilo v nasprotju z načelom varnosti finančnih naložb portfelja Sklada. Trenutno se nahajamo v obdobju izredno nizkih in naraščajočih se obrestnih mer. Dolgoročne obrestne mere (zahtevana donosnost) na državne obveznice v območju evra, ki jih je Program razgradnje NEK postavil kot merilo zahtevane donosnosti Sklada, so se na dan 30. novembra 2018 nahajale skoraj 4 odstotne točke pod vrednostjo iz leta 2003. Zahtevana donosnost na desetletno nemško državno obveznico, ki velja za benchmark, se trenutno giblje v območju 0,31 %, medtem ko sta zahtevani donosnost na nemško petletno (-0,27 %) in dvoletno (-0,60 %) državno obveznico negativni. Med leti 2012 in 2017 je donos portfelja Sklada v vsakem letu presegel donosnost 10-letne nemške državne obveznice, ki jo kot vsebinski kriterij postavlja Program razgradnje NEK iz leta 2003.

c.) Zagotavljanje likvidnosti

Poslanstvo Sklada se nanaša na zagotavljanje likvidnosti za potrebe izvajanja aktivnosti po Programu razgradnje NEK. Načrtovanje investicij v visoko likvidne naložbe predstavlja način za doseg tega cilja. Visoko likvidne naložbe so tiste, ki lastniku omogočajo, da samo naložbo hitro in brez večje izgube vrednosti pretvori v denar.

Doseganje likvidnosti Skladu omogoča učinkovito upravljanje s portfeljem, na drugi strani pa tudi izvajanje njegovega poslanstva, povezanega z odlaganjem radioaktivnih odpadkov in razgradnjo NEK. Sklad že zagotavlja finančna sredstva za plačilo nadomestil občinam zaradi omejene rabe prostora in načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta, kot tudi za izvajanje aktivnosti ARAO j.g.z. S povečevanjem aktivnosti ARAO j.g.z. v zvezi z izgradnjo odlagališča NSRAO iz NEK, ki so predvidene v prihodnje, bo prihajalo do večjega obsega odlivov sredstev iz Sklada, s tem pa se bo povečala tudi potreba po zagotavljanju najbolj likvidnih sredstev. Trenutno služi likvidnost naložb predvsem v luči ohranjanja varnosti portfelja.

d.) Zagotavljanje namenske porabe zbranih sredstev za izvajanje zakonsko predpisanih dejavnosti

Sklad bo zagotavljal namensko porabo zbranih sredstev na način, da bodo sredstva namenjena zgolj za izvajanje zakonsko predpisanih dejavnosti. Te so:

- Financiranje priprave in izvedbe projektov za varno in končno odlaganje izrabljenega goriva in radioaktivnih odpadkov iz NEK;
- Financiranje priprave in izvedbe projekta za varno razgradnjo NEK;
- Plačilo nadomestil za omejeno rabo prostora občini Krško, skladno z Uredbo o merilih za določitev višine nadomestila zaradi omejene rabe prostora in zaradi načrtovanja intervencijskih ukrepov na območju jedrskega objekta (Ur. list RS št. 92/14 in 46/15);
- Financiranje storitev ARAO j.g.z. za izvajanje obvezne državne gospodarske javne službe varstva okolja, za ravnanje z radioaktivnimi odpadki iz NEK in njihovo odlaganje, za obdelavo radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK pred odlaganjem ter za odlaganje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega goriva iz NEK;
- Pokrivanje tekočih stroškov poslovanja Sklada.

2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2019

Skladno z ustanovitvenimi akti je Sklad bližje definiciji obvezniškega sklada kot mešanega ali celo delniškega sklada, saj slednja zaradi povečanega tveganja ne zadostita načelu varnosti naložb, ki pa je primarno načelo Sklada. Sama razporeditev sredstev po posameznih naložbenih razredih bo odvisna od makroekonomskih razmer, stanja na posameznih trgih in obetov. Pri sami alokaciji bodo upoštevana izhodišča, kot tudi omejitve pri investiranju sredstev (naložbena pravila).

**Tabela 1:** Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2019 (v %)

Naložbeni razred	Delež v % na dan 30.11.2018	Ciljna struktura v % za leto 2018	Ciljna struktura v % za leto 2019
Državne obveznice	38,06	od 30 do 65	od 30 do 65
Državna podjetja in nadnacionalne inštitucije ²	4,62	od 4 do 10	od 4 do 10
Skupaj državni VP	42,68	od 40 do 70	od 40 do 70
Podjetniške/korporativne obveznice	11,21	od 2 do 15	od 2 do 15
Vz. skladi (več kot 50 % obv.) in ETF-ji	9,84	od 5 do 20	od 5 do 20
Obveznice ban./finančnih izdajateljev	4,64	od 0 do 5	od 0 do 5
Skupaj podjetniške obveznice	25,70	od 5 do 30	od 5 do 30
Denarni trg (depoziti, pot. o vlogah, MM)	18,71	od 0 do 30	od 0 do 30
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	87,17	od 75 do 100	od 75 do 100
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	11,59	od 0 do 20	od 0 do 20
Delnice	1,33	od 0 do 5	od 0 do 5
Alternativne naložbe ³	0,00	od 0 do 2	od 0 do 2
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	12,92	od 0 do 25	od 0 do 25
PORTFELJ SKUPAJ	100,00		

Tudi v letu 2019 bo najmanj 75 % portfelja Sklada investiranega v različnih oblikah dolžniških vrednostnih papirjev in največ 25 % v lastniških vrednostnih papirjih. Znotraj segmenta dolžniških vrednostnih papirjev bo največji delež namenjen državnim obveznicam, ki veljajo za najmanj tvegane vrednostne papirje in kot takšne predstavljajo največji posamični razred. Zaradi nizkih izhodiščnih ravni obrestnih mer in povečanega obrestnega tveganja ohranjamo razred državnih obveznic bližje spodnji dopustni meji. V segment državnih obveznic sodijo tudi obveznice državnih izdajateljev, kamor sodijo obveznice nadnacionalnih, državnih in kvazi-državnih agencij ter državnih podjetij. Tudi za ta razred sta značilni nizka tveganost in temu primerna nizka donosnost, ki se na večjem delu kratke krivulje donosnosti nahaja v negativnem območju. Kot državno podjetje definiramo tisto podjetje, v katerem ima država vsaj 80 odstotni lastniški delež.⁴

Drugi največji segment predstavljajo podjetniške obveznice; dopusten delež le-teh v portfelju se giblje med 5 in 30 %. Segment podjetniških obveznic sestoji iz treh razredov: podjetniških obveznic nefinančnih izdajateljev, podjetniških obveznic finančnih izdajateljev in obvezniških skladov. Podjetniške obveznice so nekoliko bolj tvegane od državnih. Če so se v preteklih letih pribitki vztrajno zniževali, so se v 2018 že nekoliko dvignili. Ocenjujemo, da podjetniške obveznice ponujajo ugodno razmerje med donosnostjo in obrestnim tveganjem. Na drugi strani pa visoka ponudba podjetniških obveznic po različnih segmentih in ročnostih omogoča ugoden izbor tudi na kratkih ročnostih.

Zadnji segment v strukturi dolžniških vrednostnih papirjev so naložbe v instrumentih denarnega trga. V ta segment prištevamo vloge na vpogled, depozite, sklade denarnega trga, zakladne menice in druge instrumente denarnega trga. V obdobju nizkih (negativnih) in naraščajočih se obrestnih mer se ta segment kaže kot ugodna alternativa za zaščito pred obrestnim in drugimi tveganji.

² V preteklosti se je ta razred imenoval »Obveznice v 100 % državni lasti«.

³ Pred investiranjem v naložbeni razred alternativnih naložb (nepremičninski skladi, surovine, skladi privatnega kapitala ipd.) bo Sklad v skladu s predvidenimi postopki oblikoval pravilnik, ki bo zajemal omejitve in pogoje investiranja v ta naložbeni razred.

⁴ Sami uporabimo zelo strogo definicijo državnega podjetja, ki ga OECD sicer definira zelo splošno kot podjetje, v katerem ima država pomemben vpliv na poslovanje, bodisi kot edini, večinski ali manjšinski lastnik. Podjetniške obveznice podjetij, v katerih ima država nižji delež, se knjižijo v razred podjetniških obveznic, bodisi finančnih ali nefinančnih izdajateljev.

Pri naložbah v dolžniške vrednostne papirje velja splošna omejitev, da se sme nalagati zgolj v obveznice, ki so na dan nakupa uvrščene v investicijski razred, tj. imajo bonitetno oceno od AAA/Aaa do BBB-/Baa3.⁵ Z namenom zagotavljanja varnosti portfelja si bo Sklad prizadeval vse naložbe ohranjati znotraj investicijskega razreda. Naložbe, katerih bonitetna ocena bi se v času trajanja spustila pod investicijski razred, bodo deležne posebne pozornosti. Izguba statusa investicijskega razreda je lahko razlog za prodajo posamezne naložbe, ni pa takšne naložbe Sklad zavezan prodati. Če Sklad oceni, da je verjetnost nastanka kreditnega dogodka zmerna in bi prodaja privedla do prevelike izgube vrednosti naložbe, si pridržuje pravico, da pozicijo ohrani, četudi sama naložba ne dosega investicijske ravni. Druge omejitve pri investiranju so podrobneje predstavljene v nadaljevanju dokumenta.

Tabela 2: Pregled bonitetnih razredov po posameznih bonitetnih agencijah

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Najvišja boniteta
Aa1	AA+	AA+	Visok naložbeni razred
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Zgornji srednji naložbeni razred
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Spodnji srednji naložbeni razred
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Špekulativni razred
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Visoko špekulativni razred
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC	CCC	Veliko tveganje
Ca	CC	CC	Ekstremno špekulativni razred
	C	C	Stečaj neizbežen
C	D	D	V stečaju

Skladno z Naložbeno politiko je največji dovoljeni delež lastniških vrednostnih papirjev postavljen na 25 % sredstev Sklada. Značilnost tega segmenta je večja tveganost. Tveganja, ki so prisotna na delniških trgih, bo Sklad minimiziral z diverzifikacijo naložb po regijah in sektorjih, z izborom nizko volatilnih in visoko likvidnih naložb in z investiranjem v ETF in vzajemne sklade.

2.3 Naložbe v netržne vrednostne papirje

V portfelju Sklada se nahaja nekaj naložb, ki pomenijo odstopanje od pravil definiranih v Naložbeni politiki Sklada za leto 2019. Gre za 57.000 lotov obveznic z oznako DZS2, izdajatelja DZS, založništvo in trgovina d.d., v nominalnem znesku 5,7 mio EUR ter knjigovodski vrednosti, ki je na dan 30. novembra 2018 znašala 3,4 mio EUR in delnice elektro podjetij, katerih skupna vrednost znaša 1,6 mio EUR. Skupni delež teh naložb ne presega 2 % vrednosti portfelja.

V letih od 2011 do 2018 si je Sklad prizadeval za odprodajo teh naložb (obveznice DZS2), ki tako še vedno ostajajo v portfelju Sklada. Izpostaviti je treba, da gre pri navedenih naložbah za dolgoročneje odmike od naložbene politike Sklada, ki jih na kratek rok ne bo mogoče prodati za primerno in razumno ceno. Kljub

⁵ V primeru stabilnih obetov za prihodnje, izjemoma tudi naložbe v bonitetni razred BB+/Ba1, ki se nahaja tik pod investicijsko ravni.



vsemu bo Sklad tudi v letu 2019 aktivno spremljal ta del portfelja in nadaljeval s prizadevanji za njihovo odprodajo po ustrezni ceni.

2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih

Sklad bo pri upravljanju s sredstvi sledil omejitvam, kriterijem in vrednostim posameznih naložb, kot jih prikazuje Tabela 3.

Tabela 3: Omejitve vrednosti posameznih vrst naložb v letu 2019 (v %)

Vrsta naložbe	Največji dovoljeni delež pri posameznem izdajatelju od skupnih sredstev Sklada	Največji dovoljeni delež pri posameznem vrednostnem papirju od skupnih sredstev Sklada
DOLŽNIŠKI VRED. PAPIRJI		
Državne obveznice ⁶	30,0	10,0
Državna podjetja in nadnacionalne inštitucije	7,0	5,0
Podjetniške/korporativne obveznice	2,0	2,0
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	3,0	2,0
Vz. skl. z več kot polovico v dolž. nal.	10,0	2,0
Depoziti in CD-ji bank	15,0	-
Zakladne menice	30,0	5,0
LASTNIŠKI VRED. PAPIRJI		
ETF-ji (deln.), VS (deln. in meš. skl.)	7,0	1,5
Alternativne naložbe	2,0	1,0
Delnice	0,5	0,5

V skladu z načelom likvidnosti naložb bo Sklad zbrana sredstva vlagal samo v likvidne naložbe. Možnosti prodaje oz. vrednotenje naložb Sklada, ki so slabo likvidne oz. nelikvidne, bo Sklad preverjal pri borznih posrednikih oz. pri izdajateljih.

Sklad sredstev ne bo vlagal v naslednje finančne instrumente:

- V finančne instrumente, na katere je vpisana zastavna pravica;
- Obveznice ali druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v kolikor niso zavarovana s poroštvom države članice Evropske unije ali države članice OECD;
- Delnice in druge lastniške vrednostne papirje s spremenljivim donosom, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v kolikor niso zavarovane s poroštvom države članice Evropske unije ali države članice OECD;
- Hedge sklade;
- Naložbene certifikate.

2.5 Naložbeni proces

Naložbeni proces predstavlja kombinacijo sistema »od zgoraj navzdol«, kjer analiziramo makroekonomske in agregatne kazalnike, in sistema »od spodaj navzgor«, kjer se posvečamo posameznim vrednostnim papirjem. Kombinacija obeh pristopov pomeni celovitejši pristop k upravljanju.

⁶ Največji dovoljeni delež v državne obveznice (30 %) izstopa zaradi večje izpostavljenosti do naložb v obveznice Republike Slovenije.



Tabela 4: Omejitve pri vlaganju po naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Omejitve pri nalaganju sredstev
Državne obveznice	Naložbeni razred
ETF-ji (100 % državni vrednostni papirji)	Naložbeni razred, izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Državna podjetja in nadsacionalne inštitucije	Naložbeni razred
Podjetniške/korporativne obveznice	Naložbeni razred
ETF-ji, vzajemni skladi (več kot 50 % korporativnih obveznic) ⁷	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Obveznice bank/finančnih izdajateljev ⁸	Naložbeni razred
ETF-ji, vzajemni skladi (100 % denarnega trga)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Denarni trg (depoziti, potrdila o vlogah, zakladne menice)	Banke v RS pod nadzorom BS, v EU pod nadzorom ECB/EBA
ETF-ji in vzajemni skladi denarnega trga	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
ETF-ji, vzajemni skladi – lastniški vrednostni papirji	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Alternativne naložbe ⁹	
Delnice	Kotacija na eni od mednarodnih borz, tržna kapitalizacija vsaj 2 milijardi evrov

Naložbeni proces se je prvenstveno koncentriral na taktično alokacijo po posameznih naložbenih razredih. Za izbor posameznih naložb se upoštevajo naslednji kriteriji:

- Pri izbiri državnih dolžniških vrednostnih papirjev držav članic EU in OECD, tujih in domačih podjetniških obveznic in obveznic bančnih oziroma finančnih inštitucij, bo Sklad upošteval mednarodno bonitetno oceno izdajatelja. Upošteval bo bonitetne ocene sledečih bonitetnih hiš: Standard & Poor's, Fitch Ratings in Moody's, v primeru različnih ocen pa Bloomberg Composite ocene. Kupoval bo obveznice, ki bodo v času nakupa imele boniteto investicijskega oz. naložbenega razreda.¹⁰ Če se boniteta obveznic iz portfelja zniža pod investicijsko raven, bo Sklad naložbo pozorno spremljal ter se glede na napovedi odločal o odprodaji obveznic;
- Velikost posamezne izdaje obveznic s ciljem zagotavljanja potrebne likvidnosti ne sme biti nižja od 200 milijonov evrov;
- Pri naložbah v depozite in potrdila o vlogi bo Sklad nalagal v banke, ki so prisotne na slovenskem trgu in so pod nadzorom Banke Slovenije. Pri naložbah na tuje denarne trge bo Sklad upošteval, da gre za banke iz držav članic Evrosistema, da so pod nadzorom domačih centralnih bank oziroma regulatorjev bančnega nadzora, ter da izkazujejo primerno kapitalsko ustreznost. Pri naložbah v Sklade denarnega trga (money market) bo Sklad nalagal svoja denarna sredstva le v tiste vzajemne sklade, ki so pod stalnim nadzorom OECD nadzornih organov;
- Pri nalaganju sredstev v vzajemne sklade in ETF-je bo Sklad vršil primerjavo uspešnosti primerljivih skladov in se na tej podlagi odločal za naložbo v najuspešnejše sklade. Vzajemni skladi in ETF-ji v katere Sklad nalaga svoja denarna sredstva morajo biti pod stalnim nadzorom OECD nadzornih organov;
- Najmanj 85 % portfelja bo naloženih v evrski valuti;

⁷ Naložbena politika posameznega sklada ali ETF-a lahko zajema tudi naložbe v obveznice, ki niso naložbeni razred (High Yield, EM Bonds), vendar skupna vrednost naložb v te sklade ne sme presežati 10 % skupnega portfelja Sklada.

⁸ Za nebančne izdaje veljajo enaki kriteriji kot pri nakupu podjetniških obveznic, torej boniteta investicijskega razreda.

⁹ Če se bodo pojavile ugodne naložbene priložnosti tudi segmentu alternativnih naložb, bo Sklad, skladno s postopki in Statutom, pripravil ustrezen pravilnik investiranja v alternativne naložbe.

¹⁰ Izjemoma so dovoljene tudi naložbe v obveznice, ki so uvrščene v bonitetni razred BB+/Ba1, če jim bonitetne agencije dodelijo pozitivne obete in je pričakovana uvrstitev v investicijski razred.



- Največ 15 % portfelja bo naloženih v ostalih valutah in sicer najmanj 70 % le-teh bo v naložbah z valuto, ameriški dolar – USD.

Tabela 5: Kriteriji za izbor naložb

Vrsta naložbe	Kriteriji za izbor naložb
Državne obveznice	Analiza zadolženosti (kreditna matrika), makroekonomske napovedi, trajanje, donos, spread
ETF-ji (100 % državni vrednostni papirji)	Tracking error ¹¹ , upravljavska provizija
Državna podjetja in nadsacionalne inštitucije	Enako kot za državne obveznice
Podjetniške/korporativne obveznice	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji, vzajemni skladi (več kot 50 % korporativnih obveznic)	Trackingerror, upravljavska provizija
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji in vzajemni skladi denarnega trga	Trackingerror, upravljavska provizija
ETF-ji, vzajemni skladi - lastniški VP	Trackingerror, upravljavska provizija
Denarni trg (depoziti, potrdila o vlogah, zakladne menice)	Donos, boniteta banke, razpršenost
Alternativne naložbe ¹²	Interni pravilnik o kriterijih za nakup Alternativne naložbe
Delnice	Analiza poslovanja, analiza primerljivih podjetij (RV)

Naložbeni proces zajema pripravo naložbenih predlogov s strani strokovnih služb Sklada. Vsak naložbeni predlog mora biti skladen s sprejeto naložbeno politiko Sklada ter Pravilnikom o upravljanju s tveganji Sklada. Predlog se posreduje direktorju Sklada, ki ga sprejme ali pa zavrne. Predlog, do katerega se opredeli pozitivno, direktor predlaga Upravnemu odboru Sklada v sprejem. Do posameznih predlogov se Upravni odbor Sklada opredeli z glasovanjem na redni ali korespondenčni seji.

2.6 Merjenje donosa naložb

Donosnost naložb bo Sklad meril z notranjo stopnjo donosa denarnih tokov kot tržno stopnjo donosnosti (IRR). Za izračun donosa se uporablja programska oprema Ad Treasury. Ugotavlja se z upoštevanjem tržne vrednosti portfelja naložb na zadnji dan preteklega in tekočega leta ter z upoštevanjem vseh prilivov in odlivov iz portfelja v obdobju vsakega leta (oziroma glede na izbrano obdobje). Z nameni ažurnega izračunavanja donosa bo Sklad redno in sproti evidentiral in spremljal tečaje vrednostnih papirjev na organiziranem trgu, in sicer za vsako posamezno vrsto oziroma segment naložb. V sklopu poročil (tedenska, mesečna, polletna in letna poročila), s katerimi se službe in organi Sklada seznanjajo o poslovanju in upravljanju premoženja, bo Sklad računal mesečno, polletno in letno donosnost portfelja.

2.7 Kriteriji primerljivosti

Sklad bo doseženi donos primerjal glede na:

- Primerjalni indeks (benchmark) na mesečnem, polletnem in letnem nivoju;

¹¹Tracking error je napaka sledenja indeksnih skladov glede na gibanje primerjalnega indeksa (benchmark) in prikazuje, v kolikšni meri indeks sledi gibanje primerjalnega indeksa.

¹² Če se bodo pojavile ugodne naložbene priložnosti tudi v segmentu alternativnih naložb, bo Sklad, skladno s postopki in Statutom, pripravil ustrezen pravilnik investiranja v alternativne naložbe.

- Tehtani donos povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO Generic Govt Bond 10 Year, GECU10YR Index) in svetovnega borznega indeksa (MSCI World EUR, MSERWI Index), na polletnem in letnem nivoju;
- Minimalno zajamčeno donosnost za leto 2019, določeno s strani Ministrstva za finance RS, na mesečnem, polletnem in letnem nivoju;
- Donosnost obvezniških vzajemnih skladov in izbranih pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko, na polletnem in letnem nivoju;
- Ciljno donosnost, kot izhaja iz Programa razgradnje NEK (4,29 %).

a) Benchmark

Eden izmed vidikov uspešnosti poslovanja pomeni primerjavo doseženega donosa z donosom primerljivega indeksa (benchmarka). Benchmark je sestavljen glede na ciljno strukturo po naložbenih razredih. Ker je dejansko stanje portfelja podvrženo vsakokratnim dogajanjem na finančnih trgih, lahko tekom leta pride do odstopanj med dejanskim portfeljem Sklada in benchmarkom. Sklad v nobenem primeru ni zavezan svojega portfelja prilagajati glede na benchmark, ampak ga je dolžan upravljati s skrbnostjo dobrega gospodarja, z namenom doseganja zastavljenih ciljev Sklada. Za posamezne naložbene razrede bo Sklad v benchmarku uporabljal primerjalne indekse. Za spremljanje poslovanja se uporablja sledeči sestavljeni benchmark, s katerim se skuša zajeti celotno strukturo portfelja Sklada. V zadnjem stolpcu je prikazana ocena donosnosti za leto 2019 po posameznih segmentih benchmarka in oceno donosnosti benchmarka v letu 2019, ki je izračunana kot tehtano povprečje donosnosti po posameznih segmentih.

Tabela 6: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Indeks ¹³	Bloomberg ID	Delež (v %)	Donos (ocena)
Državni vrednostni papirji (državne obveznice in obveznice državnih podjetij in nadnacionalnih inštitucij)	Bloomberg Barclays Euro Agg Treasury TR Index Value Unhedged EUR	LEATTREU Index	50	od -2,00 do 0,60
Obveznice visokih donosnosti	iBoxx EUR Liquid HY Index TRI	IBOXXMJA Index	5	od -4,00 do 1,00
Korporativne obveznice	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate TR Index Value Unhedged EUR	LECP TREU Index	15	od -2,50 do 0,80
Lastniški vrednostni papirji	MSCI World EUR	MSERWI Index	15	od -7,00 do 4,00
Denarna sredstva	EUR	EUR Currency	15	od 0,10 do 0,25
		Skupaj	100	od -2,61 do 1,11

b) Tehtani donos povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO Generic Govt Bond 10 Year, GECU10YR Index) in svetovnega borznega indeksa (MSCI World EUR, MSERWI Index)

Na podlagi naložbene politike Sklada in iz nje izhajajoče strukture portfelja ter dogajanja na finančnih trgih lahko uspešnost poslovanja merimo kot donos portfelja Sklada glede na tehtani donos 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO Generic Govt Bond 10 Year, GECU10YR Index) in svetovnega borznega indeksa (MSCI World EUR, MSERWI Index).

¹³ Sklad lahko namesto izbranih primerjalnih indeksov uporablja tudi druge primerjalne indekse, ki ustrezno zastopajo posamezni naložbeni razred.



V prvih 10. mesecih leta 2018 je bila povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto 0,491 %, medtem ko je svetovni borzni indeks zrasel za 1,87 %, kar pomeni, da je glede na strukturo portfelja Sklada tehtani donos znašal 0,66 %. V letu 2019 pričakujemo rast donosnosti državnih evrskih obveznic, ki pa naj bi tudi ob koncu leta ostala pod odstotno točko. Glede na dogajanje na kapitalskih trgih v drugi polovici leta 2018, ko so se delnice občutno pocenile, lahko v 2019 pričakujemo manjšo rast tečajev na delniških trgih. Glede na predvideno strukturo portfelja ocenjujemo, da se bo tehtani donos v letu 2019 nahajal pod odstotno točko ali, po optimističnem scenariju nekoliko nad njo. Pri tem upoštevamo polno investiranost, kar pomeni, da so tudi denarna sredstva naložena po donosnosti dolžniških vrednostnih papirjev.

Tabela 7: Ocena za leto 2019 (v %)

	2018		2019	
	Struktura portfelja	Tehtani donos (GECU10YR, MSERWI Ind.)	Struktura portfelja (ciljna)	Tehtani donos (GECU10YR, MSERWI Ind.) (ocena)
Dolžniški VP	87,78	0,49	85	od 0,60 do 0,80
Lastniški VP	12,22	1,87	15	od -7,00 do 4,00
Skupaj	100	0,66	100	od -0,54 do 1,28

c) Minimalna zajamčena donosnost

Primerjava donosa portfelja Sklada z minimalno zajamčeno donosnostjo ima svoje prednosti in slabosti. Smiselna je zaradi podobnosti v naložbeni politiki in strukturi naložb pri portfelju Sklada in pokojninskih skladih v Republiki Sloveniji, katerim je predpisano doseganje minimalne zajamčene donosnosti.¹⁴ Izračuna se na podlagi povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev za predhodnih 24 mesecev (2 leti). Izračun vsako leto pripravi Ministrstvo za finance RS. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2018 znaša 0,49 % na letni ravni in 0,04 % na mesečni ravni. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2019 v času priprave Naložbene politike še ni določena. Na drugi strani gre za pomemben odmik delovanja Sklada od kriterija minimalne zajamčene donosnosti. Minimalna zajamčena donosnost je postavljena kot donosnost obveznic v obdobju in ne kot doseženi donos teh obveznic v istem obdobju, zato tudi ne upošteva obrestnega tveganja, ki so mu podvrženi obvezniški portfelji, ki se vrednotijo po tržni vrednosti. Zaradi tega je kriterij zajamčene donosnosti primerno merilo uspešnosti pri portfeljih, ki se vrednotijo po nabavni vrednosti (HTM princip), na primer pri pokojninskih družbah, v obdobju volatilitnosti na trgu obrestnih mer so zelo slab pokazatelj uspešnosti poslovanja obvezniških portfeljev, ki se vrednotijo po tržni vrednosti.

Tabela 8: Minimalna zajamčena donosnost in donos Sklada po letih (v %)¹⁵

	2015	2016	2017	2018
Zajamčena donosnost	1,50	0,86	0,57	0,49
Donos Sklada	3,19	2,87	2,03	-0,34
Razlika	1,69	2,01	1,46	-0,83

V Tabeli 8 primerjamo donosnost portfelja Sklada z minimalno zajamčeno donosnostjo in razliko med njima. Iz tabele lahko razberemo, da je bil v obdobju 2015-2017 donos Sklada občutno nad minimalno zajamčeno donosnostjo, v prvih enajstih mesecih leta 2018 pa je bil nižji.

¹⁴ Minimalna zajamčena donosnost je opredeljena v 217. členu Zakona o pokojninskem in invalidske zavarovanju (Uradni list RS, št. 96/12, 39/13, 99/13 – ZSVarPre-C, 101/13 – ZIPRS1415, 44/14 – ORZPIZ206, 85/14 – ZUJF-B, 95/14 – ZUJF-C, 90/15 – ZIUPTD in 102/15), podrobneje pa opisana v Pravilniku o izračunu minimalne zajamčene donosnosti (Uradni list RS, št. 96/12).

¹⁵ Za leto 2018 je uporabljen donos Sklada do 30. novembra 2018.

d) Donosnost obvezniških vzajemnih skladov in izbranih pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko

Zadnji sklop primerjave pomeni primerjava donosa portfelja Sklada z donosnostjo nekaterih pokojninskih in vzajemnih skladov, ki imajo podobno konservativno naložbeno politiko. Zaradi določenih njim lastnih specifik posameznih skladov je ta vidik zgolj indikativne narave. Primerjava tako s pokojninskimi kot tudi obvezniškimi vzajemnimi skladi prikaže bolj realno sliko o uspešnosti upravljanja, saj so vzajemni skladi, podobno kot Sklad, dolžni svoje portfelje vrednotiti po tržnih cenah, medtem ko se pokojninske družbe v delu portfelja poslužujejo vrednotenja po nakupnih cenah, t. i. HTM, s čimer v tem delu naložb niso izpostavljene obrestnemu tveganju.

e) Ciljna donosnost, kot izhaja iz Programa razgradnje NEK (4,29 %)

Ciljna donosnost v višini 4,29 % je bila postavljena v času, ko je bila splošna raven obrestnih mer mnogo višja, kot je danes. Doseganje tega cilja je v posameznem letu odvisno od razmer na kapitalskih trgih. Sklad stremi k dolgoročni uresničitvi tega cilja. Oblikovanje portfelja v smeri doseganja tega cilja v letu 2019 bi portfelj izpostavilo prevelikemu tveganju, kar bi ogrozilo sledenje cilju varnosti portfelja kot primarnega načela upravljanja Sklada.

2.8 Ciljna donosnost Sklada

Temeljna cilja upravljanja portfelja Sklada sta zagotavljanje varnosti in donosa. Na kapitalskih trgih sta varnost in donos praviloma izključujoča cilja. Primarni cilj Sklada je ohranjanje vrednosti sredstev portfelja (načelo varnosti finančnih naložb), temu cilju pa je podrejen cilj doseganja donosa. Na Skladu si prizadevamo izpolnjevati zahtevana cilja z aktivnim upravljanjem portfelja. Varnost portfelja ocenjujemo preko ocene Value-at-Risk (VaR), donos pa ocenjujemo preko pričakovane stopnje donosa po posameznih naložbenih razredih. Pri oceni ciljnega donosa in tveganosti portfelja za leto 2019 izhajamo iz predvidene strukture portfelja v letu 2019.¹⁶ Pričakujemo, da se bo donos portfelja v letu 2019 gibal v območju med **-2,16 in 1,0 %** (Tabela 9); pričakujemo izredno turbulentno finančno okolje, polno negotovosti.

Tabela 9: Merljivi cilji za leto 2019 (v %)

	Struktura portfelja			Donos		Tveganje (VaR) v %	
	30.11. 2018	Meje NP 2019	Ciljna struktura 2019	Od 1.1.18 do 30.11.18	Ciljni donos 2019	30.11. 2018	Ocena tveganja 2019
Državni VP	42,68	40 – 70	45	0,07	od -1,90 do 0,60	0,14	od 0,11 do 0,20
Podjetniške obveznice	25,70	5 – 30	25	-0,47	od -2,40 do 0,80	0,13	od 0,14 do 0,25
Denarni trg	18,70	0 – 30	18	0,20	od 0,10 do 0,25	0,00	0,00
Lastniški VP	12,92	0 – 25	12	-2,22	od -6,00 do 4,00	0,55	od 0,52 do 2,10
Skupaj	100		100	-0,34	od -2,16 do 1,00	0,16	od 0,15 do 0,40

¹⁶ Ocene so narejene na podlagi pričakovanih gibanj na finančnih trgih z dne 31. oktobra 2018. Pri ocenah glede donosnosti in tveganj v 2019 ne upoštevamo nastanka raznih nepričakovanih dogodkov večjih razsežnosti, kot tudi ne morebitnih oslabitev naložb iz portfelja Sklada.



Najvišji donos pričakujemo v segmentu lastniških vrednostnih papirjev, za katerega ocenjujemo, da se bo nahajal v območju med -6,0 in 4,0 %. Ta segment portfelja ocenjujemo tudi kot najbolj tveganega in negotovega, kjer bo veliko odvisnega predvsem od dogajanja v svetovni politiki. Del tega donosa nameravamo doseči z aktivnim medletnim upravljanjem. V segmentu podjetniških obveznic pričakujemo donos v višini med -2,4 % in 0,8 %, v segmentu državnih obveznic pa med -1,9 % in 0,6 %. Na trgu depozitov pričakujemo rahlo rast obrestnih mer in donos v območju med 0,10 in 0,25 %.

V letu 2019 pričakujemo, da se bo tveganost portfelja ohranila na ravneh iz leta 2018; na dan 30. novembra 2018 je enodnevni 95 % VaR portfelja znašal 323.754 evrov oz. 0,16 % vrednosti portfelja. Nižji VaR dosežemo tudi z upravljanjem višine denarnih sredstev v portfelju, saj denarna sredstva niso predmet tržnega tveganja. V drugih naložbenih segmentih pričakujemo rast tveganosti po posameznih naložbenih razredih. Največji prispevek k VaR pričakujemo iz segmenta lastniških vrednostnih papirjev, manjšega pa iz segmentov dolžniških vrednostnih papirjev. Del volatilitnosti v segmentu dolžniških vrednostnih papirjev se bo zniževal tudi na račun skrajševanja trajanja dolžniških naložb. Prispevek k VaR iz naslova valutnega tveganja bo zaradi manjše izpostavljenosti portfelja na USD ustrezno nižji. Ocenjujemo, da se bo enodnevni 95 % VaR nahajal v razponu med 0,15 in 0,40 % vrednosti portfelja.¹⁷ S predvideno ciljno višino VaR ohranjamo zavezo do zagotavljanja varnega portfelja.

Zaradi dinamike na kapitalnih trgih lahko pride do modifikacije teh ciljev. Zato bodo ti predmet sprotih preverjanj in rednih revidiranj skozi celotno leto 2019. Spremembe ciljev bodo Upravnemu odboru Sklada in predsedniku Nadzornega odbora Sklada predstavljene v okviru rednih mesečnih in polletnih poročil ter na sejah Upravnega odbora Sklada.

2.9 Odstopanja od kriterijev

Doseženi donosi in uspešnost upravljanja v preteklem obdobju niso zagotovilo za realizacijo takšnih donosov tudi v prihodnje. Zaradi narave delovanja kapitalnih trgov in upravljanja premoženja, ki jo zaznamujeta predvsem volatilitnost na trgih in pogoste hitre in nepredvidljive spremembe v okolju, ki jih v času kreiranja ocene ni bilo mogoče predvideti, se lahko v obdobju spremljanja pojavijo odstopanja od predvidenih ciljev in ocen. Na podlagi ocene finančnega stanja kapitalnih trgov v letu 2019 Sklad opredeljuje možna odstopanja od posameznih ciljev in primerjalnih indeksov. Pri tem upošteva le odstopanja v negativno smer, ko bi Sklad ustvaril nižji donos od posameznega merila uspešnosti v istem merjenem obdobju.

Tabela 10: Odstopanja od kriterijev

Kriterij	Možna odstopanja navzdol od posameznega kriterija (v bazičnih točkah (bt) od dejanskega donosa)
Benchmark	od 0 do 150 bt
Tehtani donos povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto in svetovnega borznega indeksa	od 0 do 100 bt
Donosnost primerljivih skladov	od 0 do 150 bt
Minimalna zajamčena donosnost	od 0 do 100 bt

¹⁷ Ocenjeni sta izračunani kot tehtani povprečji vrednosti VaR pri posameznem naložbenem segmentu in ciljnega deleža segmenta v portfelju za leto 2019.



3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ

3.1 Vrste tveganj

Pri obvladovanju naložbenih tveganj bo Sklad spoštoval načelo razpršenosti naložb. Pri upravljanju pa se bo srečeval s številnimi tveganji kot so tržno, kreditno, likvidnostno, obrestno, valutno in operativno tveganje.

Tržno tveganje

Tržno tveganje je tveganje finančne izgube zaradi spremembe tržnih pogojev. Z naložbami v vrednostne papirje je Sklad izpostavljen nihanju vrednosti teh naložb in posledično nihanju vrednosti finančnega portfelja, katerega vrednost se lahko poveša ali zniža. Najpogostejši dejavniki tržnega tveganja so povezani s spremembami obrestnih mer, tečajev ipd., kot posledica ekonomskih in političnih sprememb ali »neracionalnih« pričakovanj ekonomskih subjektov. Različne vrste naložb (obveznice, delnice, valutna izpostavljenost ipd.) so podvržene različnim dejavnikom tržnega tveganja. Tržno tveganje se meri z redno dnevno analizo izpostavljenosti do različnih faktorjev tržnega tveganja, predvsem cene vrednostnega papirja in obrestnih mer. Tveganje se obvladuje tako, da se sledi čim večji razpršenosti naložb ter upošteva vrednost kazalnika VaR (po različnih časovnih obdobjih).

Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje, da Sklad zaradi omejene likvidnosti naložb na trgu vrednostnih papirjev s posamezno naložbo bodisi ne more trgovati oziroma lahko z njo trguje le po občutno slabših pogojih (zlasti cenovnih) od tistih, po katerih so bile te naložbe ovrednotene. Likvidnostno tveganje je tudi tveganje ali nevarnost neuskrajene likvidnosti oziroma neuskrajnosti med dospelimi sredstvi in obveznostmi, kar lahko povzroči likvidnostne probleme, torej pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje zapadlih obveznosti na določen dan. Likvidnostno tveganje se blaži preko uravnavanja likvidnosti naložb Sklada, (likvidnost se meri z velikostjo izdaje in razmikom med nakupno in prodajno ceno), upoštevanja likvidnosti kapitalskega trga, hkrati pa se spremlja tudi dinamiko prilivov in odlivov sredstev iz portfelja. Pri uravnavanju likvidnostnega tveganja je zelo pomembno pravočasno poznavanje odlivov iz Sklada (časovna opredelitev glede aktivnosti na področju ravnanja z radioaktivni odpadki in izrabljenim gorivom ter razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško).

Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je tveganje spremembe portfelja zaradi sprememb v obrestnih merah. Obrestnemu tveganju so podvržene naložbe v obveznice. Izpostavljenost portfelja temu tveganju je izjemna, saj mora Sklad vrednost dolžniških vrednostnih papirjev vrednotiti po tržnih cenah, ki pa se spreminjajo glede na gibanje obrestnih mer. V primeru dviga obrestnih mer se vrednost dolžniških naložb zniža, v primeru padca obrestnih mer vrednost dolžniških naložb naraste. Obrestno tveganje se obvladuje predvsem preko uravnavanja strukture ročnosti naložb (duration oz. trajanje portfelja). Daljše, kot je trajanje naložbe, večji je učinek spremembe obrestnih mer na vrednost naložbe in obratno.

Valutno tveganje

Valutno tveganje pomeni tveganje spremembe vrednosti naložb in portfelja zaradi spremembe deviznega tečaja. Skladno z Naložbeno politiko bo lahko največ 15 % portfelja Sklada naloženega v drugih valutah, od tega pa najmanj 70 % v naložbah z ameriško valuto (USD). Večina naložb v ETF sklade je izvršena v USD, saj je dolarski trg ETF skladov najbolj likviden in ponuja največji nabor možnosti, ki jih Sklad uporablja za

doseganje donosa in razpršenosti naložb. Valutno tveganje portfelja merimo dvoplastno, in sicer preko spremljanja deleža naložb v tuji valuti in preko simulacij učinkov sprememb vrednosti portfelja ob različnih tečajih dolarja.

Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje, da izdajatelj obveznice ob dospetju ne bo poravnal dogovorjene obveznosti (kupona ali glavnice) in bo bankrotiral, kot tudi tveganje nevrčila depozita s strani banke. Cilj upravljanja s portfeljem Sklada je, da se izognemo nastanku kreditnega dogodka. Za doseg tega so sredstva Sklada naložena v naložbe izdajateljev z ustrezno visoko bonitetno oceno; zanje velja, da je verjetnost nastanka kreditnega dogodka minimalna. Skladno z Naložbeno politiko je Sklad zavezan kupovati obveznice, ki dosegajo investicijsko raven. Pri tem bo Sklad uporabljal izključno bonitetne ocene mednarodno priznanih bonitetnih hiš: **Standard & Poor's**, **Moody's Investors Service** in **Fitch Ratings**. Skladno z mednarodno prakso se šteje, da je posamezna naložba dosegla investicijsko raven takrat, ko jo v naložbeni razred uvrstita dve od treh bonitetnih agencij. Sklad si pridržuje pravico, da upošteva strožji kriterij, da morajo biti ocene vseh treh agencij postavljene v investicijski razred. Obveznice, ki ne izpolnjujejo tega pogoja, je možno kupovati le pod pogoji in na način, ki jih predpisuje veljavna naložbena politika.

Operativno tveganje

Operativno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi naslednjih okoliščin:

- neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih procesov,
- drugih nepravilnih ravnanj ljudi, ki sodijo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki sodijo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki sodijo v zunanjo poslovno sfero pravne osebe,
- zunanjih dogodkov ali dejanj.

Operativno tveganje se obvladuje preko natančno specificiranega naložbenega procesa in internih ter eksternih kontrol, ki minimizirajo verjetnost izgub iz naslova operativnega tveganja. Sklad zagotavlja varstvo pred operativnimi tveganji z uvedbo poslovnih procesov ter z rednim in vestnim izvajanjem del. Sklad je zavezan je k zunanjemu in notranjemu revidiranju poslovanja.

3.2 Merjenje tveganja

Tržno tveganje portfelja bo Sklad meril večplastno, in sicer z metodo Value at Risk (VaR), z analizo standardnih odklonov, z beta koeficientom in metodo primerjanja tveganosti portfelja glede na benchmark. VaR meri maksimalno potencialno izgubo portfelja pri dani verjetnosti v zahtevanem obdobju. Sklad meri enodnevni 95 % VaR, po potrebi pa tudi tedenskega. Z njima se ocenjujejo največje možne dnevne in tedenske izgube portfelja ob 95 % intervalu zaupanja. Vrednosti VaR se poročajo redno in po potrebi. S standardnim odklonom bo Sklad meril dejansko vrednost odklonov stopnje donosov od pričakovane vrednosti, pri čemer bo uporabljal tehtano povprečje odklonov. Pri tem si bo prizadeval, da bodo standardni odkloni čim manjši, saj bodo s tem tudi tveganja portfelja manjša. Pri merjenju tveganja posameznih naložb si pomagamo z merjenjem beta koeficienta, ki nam pokaže, do kolikšne mere je gibanje posamezne naložbe pojasnjeno z gibanjem neke druge naložbe (vrednostnega papirja, indeksa ipd.). Pozitivne (negativne) vrednosti koeficienta pomenijo, da se primerjani naložbi gibljeta v isti (nasprotni) smeri, sama vrednost pa pomeni moč povezave. Pri beta koeficientu gre za parametrično metodo, ki temelji na zgodovinskih podatkih. Analize z beta koeficienti se opravljajo po potrebi, še posebej v povezavi s pripravo naložbenih predlogov.



4 ZAKLJUČEK

Naložbena politika Sklada za leto 2019 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, podzakonskimi in drugimi akti, ki urejajo delovanje Sklada. Tudi v letu 2019 bo Sklad izvajal konservativno naložbeno politiko. Primarni cilj, ki ga bo Sklad zasledoval v letu 2019, je ohranjanje vrednosti naložb Sklada. Pri izvajanju Naložbene politike bo sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Načrtovano Naložbeno politiko bo Sklad realiziral:

- z aktivnim upravljanjem premoženja Sklada,
- z aktivnim spremljanjem vseh tveganj v povezavi s portfeljem Sklada in
- z upoštevanjem vseh štirih načel upravljanja (varnost, razpršenost, likvidnost in donosnost finančnih naložb Sklada).

Pri pripravi Naložbene politike je Sklad izhajal iz veljavne statusne organiziranosti Sklada kot samostojne pravne osebe, ustanovljene po posebnem zakonu in zakonskih predpisov, podzakonskih in drugih aktov, ki urejajo delovanje Sklada.

Direktorica
Sklada za financiranje razgradnje NEK in
za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK:

mag. Darija Štraus Trunk, univ. dipl. ekon.