



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 2017

(Predlog 2)

Osnutek: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 11. redni seji dne 13. 12. 2016

Predlog 1: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 12. redni seji dne 18. 1. 2017

Predlog 2: Obravnaval in sprejel Upravni odbor Sklada na 34. korespondenčni seji dne 13. 2. 2017

Naložbena politika Sklada za leto 2017

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 POUDARKI	1
1 UVOD	2
1.1 Zakonske in strokovne podlage pri nalaganju sredstev	2
1.2 Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2017	2
1.3 Strateške usmeritve Sklada	6
2 NALOŽBENA POLITIKA	7
2.1 Naložbeni cilji	7
2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2017	8
2.3 Prilagoditev strukture portfelja Sklada Naložbeni politiki za leto 2017	10
2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih	11
2.5 Naložbeni proces	11
2.6 Merila donosnosti naložb	13
2.7 Merila uspešnosti	14
2.8 Merljivi cilji – Ciljna donosnost Sklada	15
2.9 Odstopanja od meril uspešnosti	16
3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ	17
3.1 Vrste tveganj	17
3.2 Merjenje tveganja	19
4 ZAKLJUČEK	19

KLJUČNI Poudarki

Ključni poudarki Naložbene politike za leto 2017:

- Predviden je donos v višini 1,48% do 2,26%.
- Predviden je enodnevni 95% VaR v razponu 0,26 do 0,50% vrednosti portfelja.
- Osnova je Naložbena politika za leto 2016.
- 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 in kvazi-državnih obveznicah.
- Najvišji dovoljeni delež lastniških vrednostnih papirjev v portfelju v višini 25% portfelja ostaja nespremenjen, pri čemer bo glavčina tega naložena v ETF in vzajemne sklade.
- V primerjavi z Naložbeno politiko za leto 2016 znižujemo spodnjo mejo segmenta obveznic v 100% državni lasti iz 5% na 4%. Temeljni razlog za znižanje je vprašanje refinanciranja dolarske obveznice EBRD v višini 1,8 mio USD (0,9% portfelja), ki zapade 16.2.2017. Značilnost tega segmenta je, da gre za nizko tvegane naložbe z negativno donosnostjo in zelo omejeno ponudbo evrskih obveznic s pozitivno donosnostjo. Z ohranitvijo višine zgornje meje si ohranjamo manevrski prostor za izvedbo ekonomsko smotrnih naložb tudi iz tega segmenta.
- V primerjavi z Naložbeno politiko za leto 2016 dvigujemo zgornjo mejo segmenta korporativnih obveznic iz 7% na 15%. S tem dvigujemo segment skupnih korporativnih obveznic iz 25% na 30%. Dvig zgornje meje utemeljujemo zaradi sledečih treh razlogov. Korporativne obveznice ponujajo boljše razmerje med donosnostjo in boniteto od državnih obveznic. Na dan 30.11.2016 se je delež naložb iz segmenta korporativnih obveznic nahajal na zgornji meji predvidene ciljne strukture za leto 2016. Velika ponudba korporativnih obveznic.
- Skrajšanje trajanja obveznic (duration), kar pomeni premik od dolgoročnejših obveznic h kratkoročnim. Razlog za premik je negativen vpliv durationa na cene (če se obrestne mere dvigujejo, cene obveznic padajo, pri čemer velja, da daljša, kot je ročnost, večji je padec cene) in pričakovanja, da bo v letu 2017 prišlo do postopnega dviga obrestnih mer.
- V Naložbeni politiki 2017 uvajamo trifazni način merjenja uspešnosti upravljanja, in sicer glede na i) primerjalni indeks (benchmark), ii) tehtano povprečno letno donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto (EURO Generic Govt Bond 10 Year, GECU10YR Index) in svetovnega borznega indeksa MSCI World EUR in iii) donosnost primerljivih skladov.

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 2017 (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 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 in 101/13),
- 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 izkoriščenjem in razgradnjo (Ur. l. RS 23/2003),
- statut Sklada,
- Revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško« (avgust 2011),
- Odzivno poročilo Sklada za financiranje razgradnje NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije (november 2011),
- Odzivno poročilo Vlade Republike Slovenije na revizijsko poročilo Računskega sodišča Republike Slovenije,
- Makroekonomske napovedi o gibanju svetovnega gospodarstva.

1.2 Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2017

Gospodarska rast in zaposlenost

Za kapitalske trge je bilo leto 2016 zelo turbulentno leto, zaznamovano z izjemno volatilnostjo tečajev. Leto se je začelo s padanjem borznih tečajev, k čemur so odločilno prispevale negativne novice o ohlajanju kitajskega gospodarstva. Padanje tečajev se je ustavilo šele sredi februarja. V tem obdobju so izgubljali delniški trgi, pocenile so se surovine. Sledilo je obdobje postopnega okrevanja borznih tečajev, predvsem na račun ohlapnih politik osrednjih centralnih bank in dobrih ekonomskih rezultatov predvsem ameriškega gospodarstva. Naslednji tak borzni šok se je zgodil sredi junija v povezavi z britanskim glasovanjem o izstopu iz EU. Izglasovani izstop kapitalske trge ni bil pričakovan in je ponovno znižal borzne tečaje, obrestne mere v območju evra, še posebej Nemčije in drugih najvarnejših držav, pa potisnil na najnižjo raven v zgodovini.

Tradicionalni dejavnik, ki bo tudi v letu 2017 pomembno vplival na dinamiko na kapitalskih trgih, bo stanje v svetovnih gospodarstvih. V tem kontekstu bodo še posebej pomembne informacije o gospodarski rasti, industrijski proizvodnji, zaposlenosti, gibanju dobičkonosnosti podjetij in plač. Po ocenah IMF bo v letu 2017 gospodarska rast na globalni ravni 3,4 %, pri čemer bo rast izrazito neenakomerna; razvita gospodarstva naj bi zrasla za 1,8 %, najvišja (4,6 %) pa naj bi bila v državah v razvoju. V državah EU so obeti za gospodarsko rast sicer pozitivni, a predvidevanja so dokaj skromna. Iz jesenskega poročila Evropske komisije, objavljenega novembra 2016, izhaja, da je v letu 2017 v državah evro območja

predvidena 1,5 % rast, v letu 2018 pa 1,7 %, medtem ko sta v državah EU predvideni 1,6 % in 1,8 % rast. Po septembrskih projekcijah ECB naj bi bila rast v državah evro-območja v letih 2017 in 2018 1,6%. Gonilo rasti naj bi predstavljala Nemčija (1,4%), podobna rast pa bi naj bila dosežena tudi v Franciji (1,3 %), Italiji (0,9 %), Španiji (2,2 %). IMF Veliki Britaniji v letu 2017 napoveduje 1,1 % rast, pri čemer izpostavlja negativne učinke izglasovanega izstopa iz EU. Bistveno bolj pozitivna so pričakovanja za Slovenijo, ki ji Evropska Komisija v letu 2017 napoveduje 2,6 % gospodarsko rast, v letu 2018 pa 2,2 %. Spodbudna za evropske trge v prihodnjih letih je ocena, da bo skladno z ekonomskim okrevanjem v prihodnjih dveh letih prišlo tudi do znižanja stopnje brezposelnosti; na 8,3 % v letu 2017 in na 7,9 % v 2018. Ugodna gospodarska gibanja naj bi prispevala k nadaljevanju trenda zniževanja brezposelnosti tudi v Sloveniji, ki naj bi se v letu 2017 po ocenah Evropske Komisije spustila pod 8 % (7,7 %), v letu 2018 pa na 7,2 %. Kljub pozitivnim obetom pa brezposelnost še vedno ostaja ena osrednjih strukturnih težav evropskih gospodarstev.

Drugačna je gospodarska slika v ZDA, kjer so se v letu 2016 izboljšali tako rekoč vsi pomembni ekonomski kazalci, po ocenah pa bi se naj ugodna gibanja nadaljevala tudi v letu 2017. Po oceni IMF bo gospodarska rast v državi 2,2 %. V letih 2017 in 2018 bi se naj nadaljeval tudi trend zniževanja brezposelnosti, ki je že v letu 2016 padla pod 5 %. Večja zaposlenost in višje plače bodo povečale razpoložljivi dohodek Američanov, kar bo ugodno vplivalo na gospodarsko aktivnost v državi. Kljub ugodnim pričakovanjem pa bo dogajanje v letu pod vplivom ekonomsko-političnega programa novoizvoljenega predsednika Donalda Trumpa in stabilnosti v svetu (Bližnji Vzhod). V predvolilni kampanji se je Trump zavzemal za obsežne infrastrukturne projekte. V letu 2017 je pričakovati več dvigov ključne obrestne mere s strani FED-a.

Na drugi strani si Japonska že daljše obdobje prizadeva izviti se iz primeža nične stopnje gospodarske rasti. V državi niti daljše obdobje izjemno ekspanzivne monetarne politike japonske centralne banke (BoJ) ni privedlo do nekega občutnejšega gospodarskega preboja. Tudi obeti za prihodnje leto ostajajo dokaj šibki; po oceni IMF bi naj bila gospodarska rast v državi zgolj 0,6 %.

Znotraj segmenta držav v razvoju bosta gonilo razvoja Kitajska, ki ji IMF v letu 2017 napoveduje 6,2% rast, in Indija, kjer je predvidena kar 7,6% rast. Po pričakovanjih se gospodarska aktivnost na Kitajskem upočasnjuje, kar pomeni, da tudi obeti za velike izvoznice surovin (Rusija, Brazilija) ostajajo oslabljeni. Na Kitajskem se pričakuje nadaljevanje s prestrukturiranjem gospodarstva v smeri krepitve storitvenega sektorja, s čimer si država ustvarja ustrezne pogoje za dolgoročno rast gospodarstva. Izziv, pred katerim se nahaja Kitajska, je, kako se soočiti s hitro rastjo zadolževanja njihovega gospodarstva. V drugi polovici leta bo 19. zasedanje Nacionalnega kongresa komunistične partije Kitajske.

Inflacijska pričakovanja

V razvitem delu sveta so se inflacijska pričakovanja sicer nekoliko okrepila, a še vedno ostajajo daleč pod ciljno ravniho 2 %, pa četudi so mnoge centralne banke razvitih držav (ECB, BoJ, BoE) tudi v letu 2016 izvajale izjemno ekspanzivno monetarno politiko. Po ocenah ECB bi se naj inflacija v območju evra pod to ciljno ravniho nahajala še v celotnem prihajajočem petletnem obdobju; za leto 2017 je predvidena 1,2 % inflacijska stopnja, za leto 2018 1,4 %. Ob teh ocenah je treba poudariti, da so se pretekle ocene ECB o inflaciji v območju evra izkazale za zelo nezanesljive in bistveno preveč optimistične, kar nas navdaja s skepsjo o uresničljivosti tudi teh napovedi.

Vsekakor bo imela uspešnost pri doseganju ciljne inflacijske stopnje pomemben vpliv pri odločitvi glede izvajanja monetarne politike ECB-ja v letu 2017. Ne smemo pozabiti, da se marca 2017 v evro-območju izteče podaljšano obdobje izvajanja programa kvantitativnega sproščanja (QE). Nizka inflacija na eni strani še vedno ustvarja pritisk na guvernerja ECB Maria Draghija po nadaljevanju te »sproščene« monetarne politike, četudi je manevrskega prostora za dodatne nakupe obveznic čedalje manj. Pritisk h končanju ekspanzivne monetarne politike prihaja tudi s strani finančnih inštitucij, ki jim daljše obdobje negativnih obrestnih mer, do katerih je pripeljala politika ECB, povzroča stroške. Čeprav se je ECB že v preteklosti

izkazala s svojim pragmatičnim vedenjem, pa je glede na vse te učinke vendarle pričakovati postopno končanje programa kvantitativnega sproščanja in postopen dvig zahtevanih donosnosti.

Podobno anemična kot v evro-območju so inflacijska pričakovanja tudi na Japonskem, medtem ko so inflacijska pričakovanja v ZDA že bližje ciljni stopnji 2%.

Tveganja v letu 2017

Tveganja, ki bodo v letu 2017 spremljala gospodarsko aktivnost na globalni ravni, lahko uvrstimo v sledeče sklope: geopolitična žarišča, aktivnosti centralnih bank in predsednikovanje novoizvoljenega predsednika ZDA, Donalda Trumpa. V Evropi bo leto 2017 zaznamovano na eni strani z odločitvijo ECB glede nadaljevanja politike ekstremno nizkih obrestnih mer in izvajanja politike kvantitativnega sproščanja, na drugi strani pa s procesom britanskega izstopanja iz EU. Leto 2017 bo tudi leto volitev v mnogih evropskih državah (Nemčija, Francija, Nizozemska). Za evropska gospodarstva bodo pomembne predvsem parlamentarne volitve v Nemčiji, kjer se priljubljenost trenutne kanclerke Angele Merkel znižuje tudi znotraj njenega pola.

Po ambicijah ruskega predsednika Vladimirja Putina, da poveča vlogo Rusije v svetovnem političnem prostoru, ki se kaže v ozemeljskih težnjah Rusije, postaja spor na relaciji ZDA – Rusija vse bolj očit. V zvezi s tem sta trenutno na vidiku dve vojni žarišči: Ukrajina in Sirija/Irak, ni pa izključen niti pojav novih žarišč na mejah z Rusijo. Aktivna vloga Rusije na vzhodu Ukrajine in aneksija Krima je državo stalo sankcij s strani zahodnih držav. Sankcije so privedle do občutnega padca vrednosti rublja, medtem ko je rusko gospodarstvo dodaten šok utrpelo tudi na račun nizkih cen energentov. V novem letu si Rusija veliko obeta od zmage Donalda Trumpa, ki se je v svojih predvolilnih govorih zavzemal za otoplitev odnosov z Rusijo. Za odnose EU-Rusija utegnejo biti pomembne tudi volitve v evropskih državah. Kljub vsemu lahko pričakujemo nadaljevanje sankcij tudi v letu 2017. Spor na Bližnjem Vzhodu (Sirija, Irak) vsebuje tudi močne elemente medverskega nasilja med dvema največjima muslimanskima vejama (šiti in suniti) in njihovimi podporniki (Iran in Saudska Arabija). Tudi tukaj obstaja nevarnost, da se spor razraste v regionalni konflikt večjih razsežnosti (Turčija, države na arabskem polotoku). Migrantska kriza v EU bi lahko zamajala trdnost evropske povezave in vplivala na potek volitev. Na drugi strani bi pomiritev spora med sprtimi stranmi skoraj gotovo privedla do bolj usklajenega delovanja znotraj organizacije OPEC, kar bi ustvarilo pritisk na rast cene nafte. Potencialno novo geopolitično žarišče pomeni južnokitajsko morje, kjer bi v primeru eskalacije trpeli predvsem borzni tečaji na azijskih trgih.

Podobno kot v letu 2016 lahko tudi v letu 2017 pričakujemo, da bodo imele največji učinek na kapitalske trge odločitve večjih centralnih bank, predvsem FED-a in ECB. Izhodišča obeh so povsem drugačna. V ZDA so s programom kvantitativnega sproščanja zaključili že v letu 2014, gospodarstvo deluje dobro, tako da so pričakovanja investitorjev že povsem na strani postopnega dviganja ključne obrestne mere. V letu 2016 se je pokazala diskrecijska narava odbora guvernerjev, ki vse do decembra 2016, navkljub predhodno vsaj trem predvidenim zvišanjem in ugodnim makroekonomskim kazalcem, do dviga ključne obrestne mere ni prišlo. V letu 2017 se ponovno pričakuje več postopnih dvigov ključne obrestne mere. Postopen dvig obrestne mere bi preko močnejšega dolarja lahko še dodano obremenil nekatere države v razvoju, ki so se v preteklosti zadolževale v dolarski valuti. V letu 2017 bo verjetno tudi znano ime novega guvernerja FED, saj mandat guvernerki Janet Yellen, do katere je bil Donald Trump v svojih govorih zelo kritičen, poteče 31. januarja 2018.

Osrednji cilj ECB ostaja inflacija. Osrednji instrument ECB na poti do inflacije je program kvantitativnega sproščanja (QE), v okviru katerega je bilo do 31. oktobra 2016 porabljenih že 1.147,66 milijarde novega denarja. A stopnja inflacije še vedno ostaja krepko pod 2 % ciljem ECB. K dvigu inflacije ni pomagal niti dvig količine mesečnih odkupov iz 60 na 80 mrd EUR niti razširitev obsega vrednostnih papirjev, ki jih v okviru programa QE ECB odkupuje na trgu, še na korporativne obveznice. Trajanje programa QE vsekakor oži nabor ukrepov, ki jih ECB še ima na voljo. Četudi se nahajamo daleč stran od ključnega monetarnega cilja 2 % inflacije, pa so med ekonomisti vse glasnejša mnenja, da se QE, katerega konec so s prvotno načrtovanega septembra 2016 sicer prestavili na konec leta 2017, počasi približuje koncu.

Pričakovati sicer ni njegovega takojšnjega konca, ampak postopno ugašanje, verjetno z zmanjšanjem mesečnih odkupov oziroma z modifikacijo samega instrumenta. Posledično lahko pričakujemo postopen dvig obrestnih mer in znižanje vrednosti obvezniških naložb. Negotovosti v zvezi z britanskim izstopanjem iz EU in predsednikovanjem Donalda Trumpa utegnejo vplivati tudi na odločitve glede izvajanja monetarne politike ECB, ki je že v mnogih svojih preteklih odločitvah pokazala veliko mero pragmatizma. Tako obstaja možnost, da se izvajanje programa QE podaljša v nespremenjeni obliki. Na politiko ECB bi lahko vplivalo tudi to, da vprašanje evropskih bank še vedno ni rešeno. V letu 2017 se obeta predvsem ubadanje z italijanskimi bankami in nemško Deutsche Bank.

Za gospodarstva evropskih držav bodo dodaten vir tveganja v letu 2017 predstavljali dogodki povezani z izstopom Velike Britanije iz EU; ta je bil izglasovan 23. junija 2016, izstopna pogajanja pa naj bi se začela v letu 2017; omenja se marec 2017. Stroški izstopa bodo odvisni predvsem od uspešnosti britanskih pogajalcev z evropskimi trgovinskimi partnerji. Napovedujejo se trdna pogajanja, pričakovanja mnogih ekonomistov pa so, da bo izstop upočasnil gospodarsko rast Velike Britanije in povečal javnofinančni primanjkljaj države. Negativni učinki utegnejo nastati tudi v gospodarstvih drugih evropskih držav. Na izstop se je takoj odzval tečaj funta, ki je od referendumu do konca oktobra v primerjavi z evrom (dolarjem) izgubil že 15% oziroma 20% vrednosti. S povečano likvidnostjo se je na izstop nemudoma odzvala tudi britanska centralna banka Bank of England. V danem trenutku še ni znano, kakšen bo potek izstopa, saj je sama časovnica izstopa podvržena negotovosti in preobratom. Želje evropskih politikov sicer so, da bi se izstop zaključil še pred evropskimi volitvami v letu 2019, kar se zdi dokaj ambiciozen plan. 3. novembra 2016 je namreč britansko Višje sodišče razsodilo, da se proces ne more začeti brez parlamentarne razprave, kar utegne proces izstopa upočasniti, v skrajnem primeru celo ustaviti.

V letu 2017 v Sloveniji ni na vidiku nekih notranjih ekonomsko-političnih dogodkov, ki bi pomembneje pretresli domače ekonomsko dogajanje, četudi gre za predvolilno leto. Tako bodo glavna tveganja glede delovanja slovenskega gospodarstva prihajala od zunaj.

Kapitalski trgi v letu 2017

Glede na to, da delniški in obvezniški borzni indeksi v letu 2016 dosegajo rekordne vrednosti, lahko v letu 2017 pričakujemo padanje tečajev in dokaj volatilno leto. Posebej izpostavljene v tem smislu utegnejo biti delnice na ameriških trgih, saj so njihove cene najvišje in tudi vrednotenja so, navkljub izredno dobrim makro- in mikroekonomskim kazalnikom, nad večletnim povprečjem. Dogajanje na ameriškem trgu utegne občutneje vplivati na delnice razvijajočih se trgov, saj so slednje zgodovinsko gledano v korelaciji z borzno dinamiko v ZDA (beta višja od 1 in negativna alfa). Po zmagi Donalda Trumpa je nejasnosti glede gibanja delniških trgov Latinske Amerike še toliko več, zaradi česar zanje velja še toliko večja previdnost. Dogajanje na Kitajskem se je že v letu 2016 pokazalo kot pomembno v luči borznega dogajanja po svetu, tako da bodo borzni tečaji tudi v letu 2017 pod vplivom informacij, ki bodo prihajale iz Kitajske. V letu 2017 morda še toliko bolj, saj je v drugi polovici leta predvideno tudi 19. zasedanje Nacionalnega kongresa komunistične partije Kitajske. V Evropi bo gibanje delniških indeksov pod vplivom več različnih dejavnikov: monetarne politike ECB, volitev, makroekonomskih kazalcev, brexita in dogajanja v zvezi z migranti. Navkljub podaljšanju politike kvantitativnega sproščanja do konca leta 2017 lahko tudi na teh trgih pričakujemo rahel padec borznih indeksov. Tudi v EU so trenutna vrednotenja nad večletnim povprečjem, četudi je odstopanje nekoliko nižje od odstopanja na ameriškem trgu. Podobno pa velja tudi za delnice na japonskem trgu.

Na trgu dolžniških vrednostnih papirjev lahko v letu 2017 pričakujemo postopno rast obrestnih mer na obeh ključnih trgih, tj. na območju evra in v ZDA. Guvernerka ameriškega FED-a Janet Yellen je ob decembrskem dvigu napovedala postopno dvigovanje ključne obrestne mere tudi v letu 2017, a ob tem tudi nakazala, da ukrepi ne bodo prenačljivi. V letu 2017 se pričakujeta vsaj dva dviga obrestne mere, a v letu 2016 je FED pokazal veliko mero pragmatizma. Nekoliko drugačna je slika v Evropi, kjer sicer ni pričakovati neposrednega dviga obrestnih mer s strani ECB, saj se inflacija še vedno nahaja daleč stran od ciljne dvo odstotne stopnje. Na dinamiko evrskih obrestnih mer v letu 2017 bodo tako vplivale informacije v zvezi s postopnim ukinjanjem programa kvantitativnega sproščanja, ki se zdi neizbežen. Zahtevana

donosnost na državne obveznice v območju evra se je postopoma dvigala že do konca leta 2016; 27.12.2016 je donos na desetletno obveznico nemške države znašal 0,2%. Pričakovati je, da se bo trend postopne rasti nadaljeval tudi v letu 2017, ni pa pričakovati, da bi se v letu zahtevana donosnost občutneje dvignila.

Mnogo bolj nejasna so pričakovanja glede tečaja evra. Po tem ko je bilo treba v drugi polovici leta 2016 za evro odšteti zgolj 1,0352 dolarja, mnenja analitikov o tem, v katero smer se bo tečaj obrnil v letu 2017, niso enotna. Veliko bo odvisno od ekonomsko-političnega dogajanja v ZDA in Evropi. Kombinacija izredno nizkih evrskih obrestnih mer in skromne gospodarske rasti v državah evra ustvarjajo pritisk na tečaj evra in bi lahko vrednost evra še znižali. Padec vrednosti evra bi bil lahko še dodatno spodbujen na račun novih pozitivnih novic iz ZDA oziroma negativnih novic iz evropskih držav. V tem kontekstu bodo še posebej pomembne volitve v mnogih državah EU. Vsakršne pozitivne novice iz EU bi prispevale h krepitvi evra. Trenutno je mnogo več indicov, ki nakazujejo, da se bo tečaj tudi v prihodnjem letu nahajal na zelo nizkih ravneh.

1.3 Strateške usmeritve Sklada

Osnovno poslanstvo Sklada je predvsem skrb za ohranjanje vrednosti premoženja. Na tej podlagi bo Sklad tudi v letu 2017 nadaljeval s konservativno naložbeno politiko. To pomeni, da bo prioriteto dajal varnim naložbam. Sestavni del naložbene politike je ciljna struktura portfelja za leto 2017. Ob zakonodajno-pravni regulativi izhajamo pri oblikovanju ciljne strukture portfelja za leto 2017 še iz ciljne strukture za leto 2016, stanja finančnega portfelja na dan 30. novembra 2016 in predvidevanja o dogajanju na finančnih trgih v letu 2017.

Ključni strateški upravljavski spremembi glede na leto 2016 sta sledeči:

- skrajšanje trajanja obveznic (durationa), kar pomeni premik od dolgoročnejših obveznic h kratkoročnim in
- rahlo povišanje segmenta podjetniških obveznic.

2 NALOŽBENA POLITIKA

2.1 Naložbeni cilji

Naložbeni cilj Sklada je ohranjati nizko tveganost in visoko likvidnost portfelja, pri tem pa zasledovati cilj donosnosti. Naložbeni cilji izhajajo iz načel, ki jih določa 10. člen ZSFR. Zakon določa, da se smejo sredstva Sklada v skladu z načeli varnosti, razpršenosti in vzdrževanja donosnosti vlagati v vrednostne papirje, depozite in druge varne naložbe. Nizko tveganost portfelja dosegamo z geografsko in sektorsko diverzifikacijo naložb ter razpršenostjo naložb po posameznih naložbenih razredih.

Slog upravljanja Sklada je aktivni. To pomeni, da upravljavec kot dober gospodar izkorišča razmere na kapitalskih trgih z namenom zasledovanja ciljev Sklada, kar stori z ustrezno alokacijo sredstev Sklada po posameznih naložbenih razredih.

Ohranjanje vrednosti sredstev portfelja Sklada

Primarni naložbeni cilj Sklada je ohranjanje vrednosti sredstev Sklada. Ta cilj pomeni implementacijo načela varnosti kot primarnega načela, h kateremu je Sklad zavezan, in je nadrejen vsem preostalim ciljem. Vrednost portfelja se ohranja z nizko tveganostjo naložb. To se dosega 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 vrednostne papirje in naložbe, ki veljajo za zelo tvegane. Pri dolžniških vrednostnih papirjih investiramo zgolj v obveznice investicijskega razreda. Naložbe v obveznice iz neinvesticijskega razreda so dovoljene izključno preko vzajemnih skladov in ETF skladov, in sicer v omejenem obsegu in skladno z dodatnimi omejitvami.

Zagotavljanje donosa na sredstva

Naslednji cilj Sklada je doseganje donosnosti portfelja. Skladno z naložbenimi cilji in Programom razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva, si Sklad od leta 2004 naprej prizadeva za doseganje povprečnega letnega donosa portfelja v višini 4,29 %.¹ Kapitalska rast finančnega portfelja bo dosežena z obrestovanjem dolžniških naložb (kuponi in obresti), z dobički iz naslova lastniških naložb in s kapitalskimi dobički iz naslova finančnih naložb.

Pri zasledovanju tega cilja je izpostavljenost večjemu tveganju neizbežna, saj praksa kaže, da so donosnejše naložbe tudi bolj tvegane. To je še toliko bolj aktualno v trenutnih razmerah izredno nizkih obrestnih mer, kjer se donosnost na desetletno nemško državno obveznico, ki velja za benchmark, giblje v območju 0,2 %. V teh razmerah zahtevane donosnosti portfelja zgolj z investiranjem v dolžniške vrednostne papirje izdajateljev z najvišjo boniteto ni mogoče zagotoviti. Posledično utegne biti doseganje tega cilja v nasprotju z zasledovanjem primarnega cilja ohranjanja vrednosti portfelja. Kadarkoli se pojavi nasprotje med obema ciljema in bi motiv doseganja donosnosti resneje ogrozil varnost naložbe, je primarna zaveza Sklada zasledovanje primarnega cilja ohranjanja vrednosti premoženja.

¹ Cilj doseganja 4,29% donosnosti izhaja iz Programa razgradnje NEK in odlaganja NSRAO in IJG (št. dokumenta: T-1123/03) (v nadaljevanju: Program), 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. december 2003. Zabeležena 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.

Zagotavljanje likvidnosti

Poslanstvo Sklada se nanaša na zagotavljanje likvidnosti za potrebe izvajanja aktivnosti po Programu razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva. Skrb za investiranje v visoko likvidne naložbe predstavlja sredstvo 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 zapiranjem 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 povečanimi aktivnostmi ARAO j.g.z. v zvezi z izgradnjo odlagališča, 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.

Zagotavljanje porabe zbranih sredstev za izvajanje zakonsko predpisanih dejavnosti

Sklad bo zagotavljal 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 2017

Z namenom zasledovanja cilja varnosti portfelja, kot primarnega cilja Sklada, bo tudi v letu 2017 najmanj 75 % portfelja Sklada investiranega v segment dolžniških vrednostnih papirjev, manjši del portfelja pa bodo predstavljale naložbe v lastniške vrednostne papirje. Znotraj segmenta dolžniških vrednostnih papirjev bo največji delež namenjen državnim obveznicam, ki so ob enaki ročnosti manj tvegane od podjetniških. Večino sredstev bo investiranih v dolžniške vrednostne papirje držav članic EU in OECD. V ta segment sodijo tudi obveznice nadnacionalnih, državnih in kvazi-državnih agencij. Značilnost teh obveznic je izredno nizka tveganost. Posledično je donosnost do dospelja teh obveznic izredno nizka, kar omejuje zasledovanje cilja donosnosti.

V primerjavi z Naložbeno politiko za leto 2016 sta ključni strateški spremembi skrajševanje ročnosti dolžniškega dela portfelja in okrepitev segmenta podjetniških obveznic.

Tabela 3: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2017 (v %)

Naložbeni razred	Delež v % na dan 31.12.2016	Ciljna struktura v % za leto 2016	Ciljna struktura v % za leto 2017
Državne obveznice	39,00	<i>od 30 do 65</i>	<i>od 30 do 65</i>
Obveznice v 100% državni lasti	6,05	<i>od 5 do 10</i>	<i>od 4 do 10</i>
Skupaj državni VP	45,05	<i>od 40 do 70</i>	<i>od 40 do 70</i>
Podjetniške/korporativne obveznice	5,06	<i>od 2 do 7</i>	<i>od 2 do 15</i>
Vz. skladi (več kot 50% obv.) in ETF-ji	8,08	<i>od 5 do 20</i>	<i>od 5 do 20</i>
Obveznice ban/finančnih izdajateljev	0,02	<i>od 0 do 5</i>	<i>od 0 do 5</i>
Skupaj podjetniške obveznice	13,16	<i>od 5 do 25</i>	<i>od 5 do 30</i>
Den.trg (depoziti, pot. o vlogah, MM skladi)	28,40	<i>od 0 do 30</i>	<i>od 0 do 30</i>
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	86,61	<i>od 75 do 100</i>	<i>od 75 do 100</i>
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	12,11	<i>od 0 do 20</i>	<i>od 0 do 20</i>
Delnice	1,28	<i>od 0 do 5</i>	<i>od 0 do 5</i>
Alternativne naložbe ²	0,00	<i>od 0 do 2</i>	<i>od 0 do 2</i>
SKUPAJ LASTNIŠKI VP	13,39	<i>od 0 do 25</i>	<i>od 0 do 25</i>
PORTFELJ SKUPAJ	100,00		

V primerjavi z Naložbeno politiko za leto 2016 znižujemo spodnjo mejo segmenta obveznic v 100% državni lasti iz 5% na 4%, primarno zaradi refinanciranja dolarske obveznice EBRD v višini 1,8 mio USD (0,9% vrednosti portfelja), ki zapade 16.2.2017, s čimer se bo delež tega segmenta približal spodnji predvideni meji 5% portfelja. Ker so obveznice iz tega segmenta zelo varne, so možnosti za nakup evrske obveznice s pozitivno donosnostjo zelo omejene. Obveznice z ročnostjo do 5 let so negativne. Če bi se odločili za nakup dolgoročne takšne obveznice, bi s tem tvegali nastanek kapitalske izgube, do katerega bi privedel dvig obrestnih mer. S podaljševanjem ročnosti se učinek zgolj večja. V izogib kapitalskim izgubam dolžniškega portfelja tudi sicer skrajšujemo duration dolžniškega dela portfelja. Z nakupom dolarske obveznice bi tvegali izgubo na račun tečaja, ki se trenutno nahaja na izredno nizkih ravneh. Z ohranitvijo zgornje meje tega segmenta si kljub vsemu pridržujemo možnost za izvedbo njenega refinanciranja.

Segment podjetniških obveznic v portfelju povišujemo zaradi nizkih obrestnih mer na trgu in omejenih možnosti za izvedbo donosnih naložb v državne obveznice. Podjetniške obveznice so sicer nekoliko bolj tvegan segment vrednostnih papirjev od državnih obveznic, a ponujajo višje donose od primerljivih državnih obveznic in so tudi nekoliko manj odzivne na spremembe obrestnih mer od državnih. Da bi omejili raven tveganja, bo Sklad pri izboru podjetniških obveznic skrbel, da se bo velik del teh naložb nahajal vsaj v zgornjem srednjem naložbenem razredu z bonitetno oceno najmanj A3/A-.

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.

Pri upravljanju dolžniškega portfelja si bo Sklad prizadeval vse naložbe ohranjati znotraj investicijskega razreda. Posebne pozornosti bodo deležne naložbe, katerih bonitetna ocena bi se v času trajanja utegnila spustiti pod investicijski razred. 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

² Pred investiranjem v naložbeni razred alternativnih naložb (nepremičninski skladi, surovine, skladi privatnega kapitala,...) bo Sklad pripravil pravilnik, ki bo zajemal omejitve in pogoje investiranja v ta naložbeni razred. Pravilnik bo obravnavan in posredovan v sprejem članom Upravnega odbora Sklada.

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.

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

Pri naložbah v lastniške vrednostne papirje bo Sklad zasledoval načeli varnosti in donosnosti. Varnost lastniškega dela portfelja bo Sklad dosegal z razpršenostjo, likvidnostjo in izborom nizko volatilnih naložb. Razpršenost bo dosegal z diverzifikacijo naložb po sektorjih in regijah in z investiranjem v ETF sklade in vzajemne sklade. Med ključnimi naložbenimi trgi ostajajo razviti trgi Evrope in ZDA. Pri naložbah v razvijajoče se trge preferira bolj diverzificiran pristop. Neposrednih naložb v delnice bo največ 5 % portfelja.

Skozi leto bo konkretna razporeditev sredstev po posameznih naložbenih razredih odvisna od makroekonomskih razmer in stanja na posameznih trgih. Pri sami alokaciji bodo upoštevana tako dolgoročna izhodišča, kot tudi omejitve pri investiranju sredstev (naložbena pravila). Skozi leto bo Sklad samo politiko investiranja izvajal skladno s ciljno strukturo portfelja ob koncu leta 2017, pri tem pa si prizadeval, da se bo struktura portfelja v vsakem trenutku nahajala znotraj predvidene ciljne strukture.

2.3 Prilagoditev strukture portfelja Sklada Naložbeni politiki za leto 2017

Eden od osnovnih ciljev Sklada je skrb za ohranjanje likvidnosti naložb. Kljub temu se v portfelju Sklada nahajajo tudi naložbe, ki ne ustrezajo kriterijem naložbene politike in ne sodijo v portfelj Sklada. Na dan 30. novembra 2016 je takšnih naložb za dobra 2 % vrednosti portfelja. Gre za naložbe v delnice elektro podjetij (Elektro Maribor, Elektro Ljubljana, Elektro Primorska in Elektro Celje) v skupni knjigovodski vrednosti 1,63 milijona evrov in v obveznice Državne založbe Slovenije (DZS2) v knjigovodski vrednosti 3,72 milijona evrov. Omenjene naložbe se v portfelju Sklada nahajajo že dlje časa. Tudi v letu 2017 bo Sklad nadaljeval s prizadevanji za odprodajo naložb, ki ne ustrezajo kriterijem naložbene politike, po ustreznih 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 4.

Tabela 4: Omejitve vrednosti posameznih vrst naložb v letu 2017 (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 ³	30,0	10,0
Obveznice izd. v 100 % državni lasti	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.

Skład 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. S kombinacijo obeh pristopov se poslužimo celovitejšega pristopa.

³ Največji dovoljeni delež v državne obveznice (30 %) izstopa zaradi večje izpostavljenosti do naložb v obveznice Republike Slovenije.

Tabela 5: 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
Obveznice izdajateljev v 100 % državni lasti	Naložbeni razred
Podjetniške/korporativne obveznice	Naložbeni razred
ETF-ji, vzajemni skladi (več kot 50 % korporativnih obveznic)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov ⁴
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	Naložbeni razred
ETF-ji, vzajemni skladi (100 % denarnega trga)	Izdajatelj/DZU pod nadzorom OECD nadzornih organov
Denarni trg (depoziti, potrdila o vlogah, zakladne menice) ⁵	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 ⁶	
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.⁷ Če se boniteta obveznice iz portfelja zniža pod investicijsko raven, bo Sklad naložbo pozorno spremljal ter se glede na napovedi odločal o odprodaji obveznice;
- Velikost posamezne izdaje obveznice 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 Evro sistema, 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-e bo Sklad vršil primerjavo uspešnosti primerljivih skladov in se na tej podlagi odločal za naložbo v najuspešnejše sklade. Pred nakupom bo izdelal naložbeno priporočilo z podrobnejšo analizo sklada. Vzajemni skladi in ETF-i v katere

⁴ Naložbena politika posameznega sklada/ETF-ja 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.

⁵ Za nebančne izdaje veljajo enaki kriteriji kot pri nakupu podjetniških obveznic torej najmanj boniteta "investment grade".

⁶ Kriterije in omejitve za alternativne naložbe bo Sklad predstavil v letu 2017. Kriteriji in omejitve za izbor naložb (Pravilnik o vlaganju v naložbeni razred alternativnih naložb) bodo obravnavani oziroma posredovani v sprejem članom Upravnega odbora Sklada.

⁷ Naložbeni razred = od AAA do BBB- po S&P in Fitch ter Aaa do Baa3 po Moody's (naložbe tudi v prvi razred pod "investment grade", torej BB+/Ba1 v primeru stabilnih izgledov za prihodnost).

Sklad nalaga svoja denarna sredstva morajo biti pod stalnim nadzorom OECD nadzornih organov;

- Najmanj 85 % portfelja bo naloženih v evrski valuti;
- Največ 15 % portfelja bo naloženih v ostalih valutah in sicer najmanj 70 % le-teh bo v naložbah z valuto, ameriški dolar – USD.

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 direktor opredeli pozitivno, direktor predlaga Upravnemu odboru Sklada v sprejem. Do posameznih predlogov se Upravni odbor Sklada opredeli z glasovanjem na redni ali korespondenčni seji.

Tabela 6: 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 ⁸ , upravljavska provizija
Obveznice izdajateljev v 100 % državni lasti	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)	Tracking error, upravljavska provizija
Obveznice bank/finančnih izdajateljev	Analiza posl. posam. izd./kred. matrika, trajanje, donos
ETF-ji in vzajemni skladi denarnega trga	Tracking error, upravljavska provizija
ETF-ji, vzajemni skladi - lastniški VP	Tracking error, upravljavska provizija
Denarni trg (depoziti, potrdila o vlogah, zakladne menice)	Donos, boniteta banke, razpršenost
Alternativne naložbe ⁹	Interni pravilnik o kriterijih za nakup Alternativne naložbe
Delnice	Analiza poslovanja, analiza primerljivih podjetij (RV)

2.6 Merila donosnosti naložb

Donosnost naložb bo Sklad meril z notranjo stopnjo donosa denarnih tokov kot tržno stopnjo donosnosti (IRR). Notranja stopnja donosa se izračunava s pomočjo programske opreme 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). V ta namen bo Sklad redno in sproti evidentira in spremlja tečaje vrednostnih papirjev na organiziranem trgu, in sicer za vsako posamezno vrsto oziroma segment naložb.

V sklopu poročil (mesečna, polletna poročila) o upravljanju, ki ga prejmejo člani Upravnega odbora Sklada ter predsednik Nadzornega odbora bo Sklad računal mesečno, polletno in letno donosnost portfelja.

⁸ Tracking error je napaka sledenja indeksnih skladov glede na gibanje primerjalnega indeksa (benchmark) in prikazuje, v kolikšni meri indeks sledi gibanje primerjalnega indeksa.

⁹ Kriterije in omejitve za izbor naložb bo Sklad pripravil v letu 2017. Kriteriji in omejitve bodo obravnavani na Upravnem odboru Sklada.

2.7 Merila uspešnosti

Sklad bo uspešnost upravljanja s sredstvi ocenjeval na različne načine, in sicer glede na:

- Primerjalni indeks (benchmark), na mesečnem, polletnem in letnem nivoju;
- 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, na polletnem in letnem nivoju.
- Donosnost primerljivih skladov, na polletnem in letnem nivoju.

Benchmark

Prvi vidik uspešnosti poslovanja pomeni primerjavo doseženega donosa z donosom primerljivega indeksa (benchmarka). Benchmark je sestavljen glede na ciljno strukturo po naložbenih razredih. Zaradi tega lahko 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.

Tabela 7: Primerjani indeksi po posameznih naložbenih razredih

Vrsta naložbe	Indeks ¹⁰	Bloomberg ID	Delež (v %)
Državni vrednostni papirji (državne obveznice in obveznice izdajateljev v 100 % državni lasti)	Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index	BEUR Index	50
Podjetniške obveznice, HY	iBoxx EUR Liquid HY Index TRI	IBOXXMJA Index	5
Podjetniške obveznice	Bloomberg EUR Investment Grade European Corporate Bond Index	BERC Index	15
Lastniški vrednostni papirji	MSCI World EUR	MSERWI Index	15
Denarna sredstva	EUR	EUR Currency	15

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

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.

V letu 2016 je bila povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto 0,137%, medtem ko je svetovni borzni indeks zrasel za 8,47%, kar pomeni, da je glede na strukturo portfelja Sklada tehtani donos znašal 1,39%. V letu 2017 pričakujemo nekoliko rasti donosnosti državnih evrskih obveznic, ki pa bi naj ostala pod odstotno točko. Pričakujemo tudi minimalno rasti na delniških trgih, predvsem na račun trgov v razvoju in tudi razvitih trgov. Glede na predvideno strukturo portfelja ocenjujemo, da se bo tehtani donos v letu 2017 nahajal pod odstotno točko. Pri tem upoštevamo polno investiranost, kar pomeni, da so tudi denarna sredstva naložena po donosnosti dolžniških vrednostnih papirjev.

¹⁰ Sklad lahko namesto izbranih primerjalnih indeksov uporablja tudi druge primerjalne indekse, ki ustrezno zastopajo posamezni naložbeni razred.

Tabela 8: Ocena za leto 2017 (v %)

	2016		2017	
	Struktura portfelja	Donos Benchmark	Struktura portfelja (ciljna)	Donos Bench. (ocena)
Dolžniški VP	86,61	0,137	85	0,6 – 0,8
Lastniški VP	13,39	8,47	15	0,5 – 2,0
Skupaj	100	1,39	100	0,59 – 0,98

Donosnost primerljivih skladov

S primerjalno analizo primerjamo donosnost Sklada z donosnostjo drugih primerljivih skladov. Kot primerljivi skladi se štejejo zgolj tisti, ki imajo podobno konservativno naložbeno politiko. Zaradi določenih njim lastnih specifik posameznih skladov je ta vidik zgolj indikativne narave. Seznam primerljivih skladov si bo Sklad ustvaril naknadno.

2.8 Merljivi cilji – Ciljna donosnost Sklada

Temeljni načeli upravljanja portfelja Sklada sta zagotavljanje varnosti in donosnosti. Na trgih vrednostnih papirjev sta to praviloma izključujoča si cilja. Primarni cilj Sklada je zagotavljanje varnosti portfelja, temu cilju pa je podrejen cilj doseganja donosnosti. Na Skladu si prizadevamo izpolnjevati zahtevana cilja z aktivnim upravljanjem portfelja in merjenjem obeh parametrov. Varnost portfelja ocenjujemo preko ocene Value-at-Risk (VaR), donosnost pa preko ustvarjenega donosa.

Pri oceni ciljne donosnosti in tveganosti portfelja v letu 2017 izhajamo iz predvidene strukture portfelja v letu 2017, na podlagi tehtanega donosa povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v območju evra in svetovnega borznega indeksa, ki je v letu 2016 znašal 1,39 % in ocen glede gibanja po posameznih naložbenih razredih v letu 2017.¹¹ Pri napovedih za leto 2017 ostajamo previdni. Pričakujemo, da se bo donos portfelja v letu 2017 gibal v območju med 1,48 in 2,26% (Tabela 9); pričakujemo nekoliko nižji donos kot je bil v letu 2016. Največji donos pričakujemo v segmentu lastniških vrednostnih papirjev, za katerega ocenjujemo, da se bo nahajal v območju med 2,5 in 5%. Del tega donosa nameravamo doseči tudi z aktivnim medletnim upravljanjem. Za segment podjetniških obveznic ocenjujemo letno rast v višini med 1,7% in 2,4%, nekoliko nižjo rast pa predvidevamo za segment državnih obveznic (1,5%).

Tabela 9: Merljivi cilji za leto 2017 (v %)

	Struktura portfelja			Donosnost		Tveganje (VaR)	
	2016	Meje NP 2017	Ciljna struktura 2017	2016	Ciljna donosnost 2017	2016	Ocena tveganja 2017
Državni VP	45,05	40 – 70	50	3,12	1,5 – 2,0	0,20	0,15 – 0,33
Podjetniške obveznice	13,16	5 – 30	20	4,36	1,7 – 2,4	0,22	0,17 – 0,38
Denarni trg	28,40	0 – 30	15	0,53	0,1 – 0,3	0	0
Lastniški VP	13,39	0 – 25	15	3,84	2,5 – 5,0	1,06	1,00 – 1,50
Skupaj	100		100	2,89	1,48 – 2,26	0,23	0,26 – 0,50

¹¹ Vse ocene so narejene na podlagi pričakovanj glede gibanja na finančnih trgih z dne 20.1.2017. Pri ocenah glede donosnosti in tveganja v 2017 ne upoštevamo nastanka raznih nepričakovanih dogodkov, kot tudi ne morebitnih oslabitev naložb iz portfelja Sklada.

Prilagoditev portfelja ciljni strukturi za leto 2017 bo dvignila tveganost portfelja; na dan 31.12.2016 je enodnevni 95% VaR portfelja znašal 455.219 evrov, oz. 0,23% vrednosti portfelja. Dvig tveganosti bo predvsem posledica zmanjšanja denarnih sredstev v portfelju Sklada in analognega povišanja naložb v drugih naložbenih razredih, ki so podvržena tržnemu tveganju. Denarna sredstva namreč niso predmet tržnega tveganja. Ob tem pričakujemo tudi nekoliko večjo volatilnost na trgih, kar bo dvignilo volatilnost tečajev in prispevalo k vrednosti VaR. Največji prispevek k VaR pričakujemo iz segmenta lastniških vrednostnih papirjev, manjšega pa iz segmentov dolžniških vrednostnih papirjev. Četudi v letu 2017 pričakujemo volatilnost tudi na trgu dolžniških vrednostnih papirjev, pa se bo volatilnost naložb v portfelju Sklada zniževala tudi na račun skrajševanja durationa. Kot zgornjo ciljno mejo tveganosti portfelja postavimo enodnevni 95% VaR v višini 0,5% portfelja. Višino VaR kot delež v portfelju postavimo zaradi tega, ker bi morebitne občutnejše spremembe vrednosti portfelja, do katerih bi utegnili privedi izvajanje osnovnega poslanstva Sklada, znižale vrednost VaR portfelja, četudi ne bi prišlo do spremembe tveganosti portfelja. Ocenjujemo, da se bo enodnevni 95% VaR nahajal v razponu med 0,26 in 0,50% vrednosti portfelja.¹² S predvideno ciljno višino VaR ohranjamo zavezo do zagotavljanja varnega portfelja.

Zaradi dinamike na kapitalskih trgih lahko pride do modifikacije teh ciljev. Zato bodo ti predmet sprotih preverjanj in rednih revidiranj skozi celotno leto 2017. Spremembe ciljev bodo Upravnemu Odboru sklada ustrezno predstavljene preko rednih mesečnih in polletnih poročil ter na sejah UO Sklada.

2.9 Odstopanja od meril uspešnosti

Zaradi narave upravljanja premoženja, ki jo zaznamujeta predvsem volatilnost na trgih in pogosto hitre in nepredvidljive spremembe, 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 kapitalskih trgov v letu 2017 Sklad NEK opredeljuje možna odstopanja od posameznih ciljev in primerjalnih indeksov. Pri tem upoštevamo le odstopanja v negativno smer, ko bi Sklad ustvaril nižji donos od posameznega merila uspešnosti v istem merjenem obdobju.

Tabela 10: Odstopanja od meril uspešnosti

Merilo uspešnosti	Možna odstopanja navzdol od posameznega merila uspešnosti (v bazičnih točkah (bt) ¹³ od dejanskega donosa merljivega cilja)
Benchmark	0 do 150 bt
Tehtani donos povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto in svetovnega borznega indeksa	0 do 100 bt
Donosnost primerljivih skladov	0 do 150 bt

¹² Ocene sta izračunani kot tehtani povprečni vrednosti VaR pri posameznem naložbenem segmentu in ciljnega deleža segmenta v portfelju za leto 2017.

¹³ 100 bazičnih točk je enako 1,00 %

3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ

3.1 Vrste tveganj

Za obvladovanje naložbenih tveganj bo Sklad spoštoval načelo razpršenosti naložb. Pri upravljanju se srečuje s številnimi tveganji, kot so tržno tveganje, kreditno tveganje, likvidnostno tveganje, obrestno tveganje, valutno tveganje, operativno tveganje.

Tržno tveganje

Tržno tveganje je tveganje finančne izgube zaradi spremembe tržnih pogojev. Sklad je z naložbami v vrednostne papirje izpostavljen nihanju vrednosti teh naložb in posledično nihanju vrednosti finančnega portfelja katerega vrednost lahko zraste ali pade. Tveganje je odvisno od vrste naložb v katere investira Sklad (eno ali več valutne, delnice, obveznice, itd.), nastane pa zaradi premikov v obrestnih merah, tečajih, cenah blaga in vrednostnih papirjev, ki so posledica ekonomskih ali političnih sprememb. To tveganje lahko naprej razdelimo na vrsto ožje opredeljenih tveganj.

Tržno tveganje se meri z redno dnevno analizo izpostavljenosti do različnih faktorjev tržnega tveganja, predvsem cene vrednostnega papirja in obrestne mere. 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 jedrskimi odpadki).

Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je tveganje spremembe portfelja zaradi sprememb v obrestnih merah. 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). Večje kot je trajanje (duration), 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 za leto 2017 je 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 asortima 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 dospelosti ne bo poravnal dogovorjene obveznosti (kupona ali glavnice) in bo bankrotiral, kot tudi tveganje nevračila 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 ustrežno 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, kadar 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 ta 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.

Operativno tveganje: kadrovsko vprašanje

Poseben vidik operativnega tveganja predstavlja kadrovska in organizacijska ureditev Sklada, ki nikakor ne zadostuje samim potrebam Sklada. **Od leta 2001 ostaja število zaposlenih na Skladu nespremenjeno, in sicer pet (5) zaposlenih**, čeprav so se do danes bistveno spremenili ključni parametri poslovanja Sklada; tako sam obseg poslovanja, kot tudi opis in narava nalog, ki jih Sklad izvaja. Zaradi daljšega obdobja neskladja med dejanskim stanjem in potrebami Sklada se zaposleni pri svojem delu srečujejo s preobremenjenostjo na delovnem mestu. Delo opravljajo tudi izven rednega delovnega časa, opravljajo nadurno delo in težko koristijo letni dopust. Pri tako majhnem številu zaposlenih prav poseben vidik operativnega tveganja predstavljajo nenačrtovane odsotnosti, kot so bolniške in druge, pri čemer je treba poudariti, da se tveganje teh odsotnosti z dela s preobremenjenostjo zaposlenih še povečuje.

Da postaja preobremenjenost zaposlenih eden najbolj zaskrbljujočih elementov operativnega tveganja, ki se iz leta v leto povečuje, opozarjata tudi Upravni in Nadzorni odbor Sklada, zunanja in notranja revizija, kakor tudi Računsko sodišče RS. Slednje je na problematiko nezadostnega števila zaposlenih opozorilo pri

pregledu poslovanja Sklada in ugotovitve podalo v svojem poročilu »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK« z dne 23. avgusta 2011.

Z namenom zmanjšanja tega vidika operativnega tveganja Sklad Vlado Republike Slovenije in resorno ministrstvo že dlje časa opozarja na omenjeno problematiko v strokovnih službah.

3.2 Merjenje tveganja

Tržno tveganje portfelja bo Sklad meril večplastno: z metodo Value at Risk (VaR), z analizo standardnih odklonov, z beta koeficientom in komparativno 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 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 jakost 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

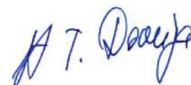
Naložbena politika Sklada za leto 2017 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, podzakonskimi in drugimi akti, ki urejajo delovanje Sklada. Tudi v letu 2017 bo Sklad izvajal konzervativno Naložbeno politiko. Primarni cilj, ki ga bo Sklad v letu 2017 zasledoval, je ohranjanje vrednosti premoženja. Pri izvajanju Naložbene politike za leto 2017 bo Sklad sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Načrtovano naložbeno politiko za leto 2017 bo Sklad realiziral:

- z aktivnim upravljanjem premoženja Sklada;
- s spremljanjem uspešnosti po vseh treh kriterijih in
- z aktivnim spremljanjem vseh tveganj v povezavi s portfeljem Sklada.

Pri pripravi Naložbene politike Sklada za leto 2017 je Sklad izhajal iz veljavne statusne organiziranosti Sklada kot samostojne pravne osebe, ustanovljene po posebnem zakonu, in zakonskih predpisov ter 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.