



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 2018

(Predlog 1)

Osnutek: Obravnaval Upravni odbor Sklada na 16. redni seji dne 13. 12. 2017

Predlog 1: Obravnaval in sprejel Upravni odbor Sklada na 52. korespondenčni seji dne 19. 1. 2018

Naložbena politika Sklada za leto 2018

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 2018	2
1.3 Usmeritve Sklada za leto 2018.....	8
2 NALOŽBENA POLITIKA	9
2.1 Naložbeni cilji	9
2.1.2 Zagotavljanje porabe zbranih sredstev za izvajanje zakonsko predpisanih dejavnosti	11
2.2 Ciljna struktura portfelja za leto 2018.....	11
2.3 Prilagoditev strukture portfelja Sklada Naložbeni politiki Sklada za leto 2018.....	13
2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih.....	14
2.5 Naložbeni proces.....	14
2.6 Merila donosnosti naložb	16
2.7 Merila uspešnosti	17
2.8 Merljivi cilji – Ciljna donosnost Sklada.....	19
2.9 Odstopanja od meril uspešnosti.....	20
3 UPRAVLJANJE IN MERJENJE TVEGANJ	20
3.1 Vrste tveganj	20
3.2 Merjenje tveganja.....	22
4 ZAKLJUČEK.....	23

KLJUČNI POUČENI

Ključni poučeni Naložbene politike Sklada za leto 2018:

- Osnova je Naložbena politika Sklada za leto 2017.
- Predviden je donos v višini 1,41% do 2,06%.
- Predviden je enodnevni 95% VaR v razponu 0,15 do 0,50% vrednosti 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 v višini 25% portfelja ostaja nespremenjen, pri čemer bo glavnina tega naložena v ETF-je in vzajemne sklade.
- Zgornjo mejo segmenta korporativnih obveznic ohranjamo na 15%, s tem pa tudi segment skupnih korporativnih obveznic na 30%. Temeljni razlog je, da korporativne obveznice ponujajo boljše razmerje med donosnostjo in boniteto od državnih obveznic, pri čemer je ponudba kakovostnih korporativnih obveznic izjemno visoka.
- Ohranjamo kratko trajanje obveznic (duration), kar pomeni preferenco do obveznic krajše ročnosti. Razlog 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 2018 prišlo do postopnega dviga tržnih obrestnih mer. Učinek je še posebej močan v primeru dolgoročnih obveznic z nizkimi donosnostmi.
- V Naložbeni politiki 2018 uvajamo štirifazni način merjenja uspešnosti upravljanja, in sicer glede na:
 - primerjalni indeks (benchmark),
 - 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,
 - minimalno zajamčeno donosnost za leto 2018, določeno s strani Ministrstva za finance RS in
 - donosnost 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 2018 (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),
- Program razgradnje NEK in odlaganja nizko in srednje radioaktivnih odpadkov in izrabljenega jedrskega goriva; 06/2004 (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« (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 Makroekonomske napovedi in gibanja za leto 2018

Gospodarska rast in zaposlenost

Po mnogih ekonomskih kazalcih lahko leto 2017 ocenimo kot odlično leto. Vse ocene in napovedi pa kažejo, da je pred nami dokaj podobno leto in da se bo trend gospodarske rasti nadaljeval tudi v letu 2018. Na svetovni ravni je pričakovati, da bo v letu 2017 gospodarska rast dosegla 3,7%, 3,6% v letu 2018, v letu 2019 pa 3,4%. Že tradicionalno bodo najvišje stopnje rasti dosegale države v razvoju, kjer se v 2017 pričakuje 4,5% rast, v 2018 4,9% rast in 5% v 2019. Razvita gospodarstva naj bi v letu 2018 zrasla za 2,1%, medtem ko je ocena rasti za leto 2019 nekoliko nižja (1,9%).

Po nekajletnem obdobju relativno skromne rasti se je nekoliko občutnejša gospodarska rast pojavila tudi v Evropi, in to tako v absolutnem smislu, kot tudi relativnem. Države evroobmočja so leto 2017 sklenile z 2,3% letno rastjo (3Q16-3Q17), kar je občutno višje od predhodnih ocen. Pozitivni so tudi obeti za prihodnji dve leti, ko sta v evroobmočju predvideni 1,9% in 1,6% rast, v EU pa še za desetinko višja. Glavni razlog za takšno rast so izredno ugodni makroekonomski in gospodarski pogoji, ki se kažejo v visoki zaposlenosti in višjih plačah. Motor gospodarskega dogajanja v Evropi je že tradicionalno Nemčija, kjer v letu 2017 pričakujejo 2,2% rast, analitiki pa ji tudi v letih 2018 in 2019 napovedujejo solidno rast; 2% v 2018 in 1,7% v 2019. Podobno rast (1,7% v 2017, 1,8% v 2018 in 1,6% v 2019) analitiki napovedujejo Franciji, 1,4% si v letu 2017 lahko obeta Italija, kamor se rast sicer počasi, a vztrajno vrača. Izmed večjih evropskih držav velja izpostaviti Španijo, ki se je uspela izviti iz primeža gospodarske krize in nadaljuje z dobrimi ekonomskimi rezultati. V Q3 je na letni ravni zrasla za 3,1%, v prihodnjih dveh letih pa ji analitiki predvidevajo 2,5% in 2,2% rast. Tveganja, ki se porajajo v zvezi s Španijo, so predvsem notranjepolitična in izhajajo iz težejih posameznih pokrajin po odcepitvi. Veliko neznank se poraja v povezavi z Veliko Britanijo, kjer bo ekonomska slika pod močnim vplivom izstopnih pogajanj. Ta bi se naj v letu 2018 intenzivirala, kar je nujno potrebno, glede na to, da se predvideni rok izstopa hitro približuje, odprtih vprašanj pa je še vedno ogromno. Spomnimo, da je britanski izstop iz EU predviden za 29. septembra 2019. Trenutne ocene kažejo na 1,4% rast v letu 2018 in 1,6% v 2019. V Evropi najvišje stopnje rasti dosegajo ekonomske periferne države; Romunija je v tretjem četrtletju 2017 na letni ravni zrasla za 8,8%, Poljska za 4,7% in Bolgarija za 3,9%. Tudi v prihajajočih letih je pričakovati najvišje stopnje gospodarske rasti ravno v teh okoljih. Intenzivnejša gospodarska aktivnost je privedla do znižanja brezposelnosti praktično v vseh evropskih državah in se je septembra 2017 na ravni EU spustila na 7,5%, v evroobmočju pa na 8,9%. Pri tem še posebej izstopajo Češka (2,7%), Nemčija (3,6%) in Malta (4,1%), ki dosegajo najnižje zgodovinske ravni. V Veliki Britaniji je brezposelnih 4,3% prebivalcev, kar je najnižje po letu 1975. Brezposelnost je še vedno velik problem v Grčiji in Španiji, a tudi tam se stvari drastično izboljšujejo. Če je bilo v Španiji še v letih 2013 in 2014 brez dela več kot 25% delovno aktivnega prebivalstva, se je v 3Q2017 ta številka znižala na 16,4%. V letu 2017 se je brezposelnost občutno znižala tudi v Grčiji, četudi še vedno vztraja nad 20%. Po mnenju analitikov se bo pozitiven vpliv nadaljeval tudi v prihodnjih dveh letih, ko je pričakovati še nekoliko znižanje stopnje brezposelnosti. Kljub vsemu brezposelnost še vedno ostaja ena osrednjih strukturnih težav mnogih evropskih gospodarstev, še posebej pereč problem je brezposelnost mladih, ki je septembra 2017 v državah evra obsegal več kot 18% populacije. Okrevanje na trgu dela ustvarja pritisk na dvig plač in ta bi se naj v prihodnjih letih še bolj okrepil. Dvig plač načeloma prispeva k rasti potrošnje. V letu 2017 je zraslo tudi zaupanje potrošnikov, ki je oktobra 2017, po podatkih Evropske komisije, doseglo najvišjo vrednost po januarju 2001.

Del tega gospodarskega razcveta je tudi Slovenija, ki ji analitiki za leto 2017 predvidevajo kar 4,4 % rast, mnogo več od predhodnih napovedi, ohranjajo pa relativno visoke ocene tudi za prihajajoči dve leti: 3,9% v 2018 in 3,2% v 2019. Glavni prispevek k rasti prihaja na račun okrepljene industrijske proizvodnje in rasti produktivnosti, kar je v povezavi z ugodnimi gospodarskimi razmerami v glavnih trgovinskih partnericah Slovenije (Nemčija, Italija, Francija) okrepilo izvoz. Tudi v Sloveniji so ugodna gospodarska gibanja prispevala k zniževanju brezposelnosti. Septembra 2017 je bilo brez dela 6,4% ljudi, v prihodnjih dveh letih, ko bi se naj trend zniževanja brezposelnosti nadaljeval, pa bi se po oceni Evropske komisije stopnja utegnila spustiti pod 6% in doseči 5,2% v letu 2019. Ugodna gospodarska klima in nižja brezposelnost krepi optimizem pri gospodinjstvih, kar bo prispevalo k rasti zasebne porabe.

V letu 2017 so se izboljšali tako rekoč vsi pomembni ekonomski kazalci tudi v ZDA. Vse to se je odrazilo v 3% gospodarski rasti v tretjem četrtletju (3Q16-3Q17), ki je občutno preseгла predhodne ocene. Podjetja beležijo najvišjo dobičkonosnost v zadnjih 13 letih in so bistveno preseгла predhodna pričakovanja, trg dela je izjemen, trg nepremičnin se zdi zdrav, tudi zadolženost gospodinjstev in gospodarstva ni prevelika. Po predvidevanjih bi se naj ugodna gibanja nadaljevala tudi v letu 2018 in 2019, ko bi naj rast dosegla 2,4% in 2,1%. V letih 2018 in 2019 je pričakovati nadaljnje znižanje brezposelnosti, ki se je že v letu 2017 povsem približala 4%. Večja zaposlenost in višje plače bodo povečale razpoložljivi dohodek Američanov, kar utegne dati pomemben impulz za gospodarsko aktivnost v državi tudi v prihodnje. Kljub ugodnim pričakovanjem pa bo dogajanje v letu 2018 pod vplivom izvajanja ekonomsko-političnega programa predsednika Donalda Trumpa. V letu 2018 je na vidiku sprememba davčne zakonodaje, ki predvideva znižanje davkov. Davčna

reforma bi naj bila sprejeta v prvem kvartalu leta. V letu 2018 je pričakovati več dvigov ključne obrestne mere s strani FED-a, od koder se Janet Yellen poslavlja in mesto prepušča Jeromu Powellu.

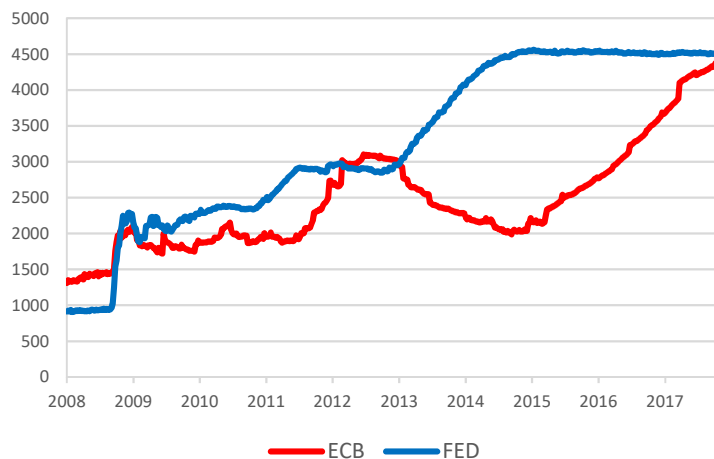
Japonska si že daljše obdobje prizadeva izviti se iz primeža nične stopnje gospodarske rasti, ki jo slika le 0,5% povprečna letna rast v obdobju 1980-2017. Iz ekonomskega gledišča je bilo tudi za Japonsko leto 2017 zelo uspešno, saj je v tretjem četrtletju na letni ravni zrasla za 1,7% in prav tako preseгла predhodna pričakovanja. Za Japonsko, kjer niti daljše obdobje izjemno ekspanzivne monetarne politike japonske centralne banke (BoJ) ni privedlo do nekega občutnejšega gospodarskega preboja, je bolj kot sama višina rasti pomembno to, da raste že sedmi zaporedni kvartal. 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 2018 in 2019 napoveduje 6,4% in 6,1% rast, in Indija, kjer je predvidena kar 6,8% in 7,4% 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. Po napovedih bodo centralne oblasti v letu 2018 začele z zapiranjem neučinkovitih podjetij.

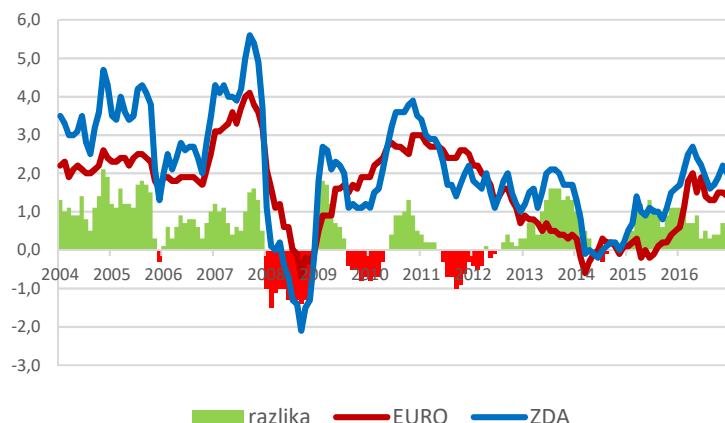
Monetarna politika

Drug pomemben impulz, ki vpliva na dogajanja na svetovnih trgih, prihaja iz aktivnosti centralnih bank. Ključni aktivnosti v tem smislu sta politika obrestnih mer in program kvantitativnega sproščanja, preko katerega so centralne banke po svetu na trge plasirale ogromne količine denarja. V letu 2014 je FED stabiliziral svojo bilanco pri vrednosti 4500 mrd USD, njeno velikost pa ohranja z reinvestiranjem zapadlih vrednostnih papirjev. Bilanca ECB se še vedno nahaja v fazi rasti in je na dan 31. 10. 2017 dosegla 4370 milijarde evrov, stabilizirala pa se bo s koncem programa kvantitativnega sproščanja, predvidoma prihodnje leto.

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



Pri politiki obrestnih mer bodo vsa pričakovanja uprta v inflacijo in inflacijska pričakovanja, ki sta ključna odločitvena dejavnika pri politiki obrestnih mer. V preteklih mesecih se je inflacija sicer nekoliko okrepila, a v vseh vodilnih svetovnih gospodarstvih še vedno ostaja pod ciljno ravniho 2%. Oktobra 2017 je v evroobmočju znašala 1,4%. Četudi dolgotrajno izvajanje izjemno ekspanzivnih monetarnih politik po svetu, v okviru katerega je ECB v obdobju od marca 2015 do konca oktobra 2017 odkupila za 1834 milijarde evrov obveznic, ni privedlo do izpolnitve inflacijskega cilja, je spodbudno to, da smo ubežali deflaciji. Program odkupa obveznic ostaja osrednji instrument ECB na poti do inflacije in večji del dinamike na evropskih kapitalnih trgih je pod vplivom izvajanja tega programa.

Slika 2: Inflacija v evroobmočju in ZDA in razlika

Po ocenah ECB bi se naj inflacija v območju evra pod to ciljno ravniyo nahajala še v celotnem prihajajočem petletnem obdobju; za leto 2018 je predvidena 1,4 % inflacijska stopnja, za leto 2019 pa 1,6 %. Ker so se na začetku leta 2017 cene nadpovprečno dvignile, utegne biti inflacija v prvi polovici 2018 zelo nizka. A glede na siceršnje izredno dobro stanje v evropskih gospodarstvih prihajajo iz finančnih krogov namigi, da bi v evroobmočju prišlo do dviga obrestnih mer, četudi se inflacija ne bo povzpela nad ciljno raven. Vse pogosteje in glasneje se omenja leto 2019. Že sedaj se namreč vse bolj zdi, da je edini zadržek, ki ECB še odvrča od dviga obrestne mere, vprašanje, kako to storiti, da s tem na trgih ne bi prišlo do večjih pretresov. Del tega lahko pomeni tudi odločitev, ki so jo evropski bančniki sprejeli na oktobrskem zasedanju, da se bo z začetkom leta 2018 pa vse do konca septembra 2018 znesek mesečnih odkupov znižal na 30 milijard evrov. Četudi bosta osrednja depozitna obrestna in posojilna obrestna mera ostali nespremenjeni pri -0,4% in 0,0%, je pričakovati, da bo ukrep privedel do dviga tržnih obrestnih mer. Negotovo ostaja, katerih instrumentov bi se poslužila ECB, če bi se inflacija obrnila proti nični stopnji. Guvernerju Mariu Draghiju, ki je bil privrženec bolj ohlapne monetarne politike, mandat sicer poteče 31. 10. 2019; mandata guvernerja ni možno podaljšati. Glede na to, da se ECB nahaja pred pomembno odločitvijo v povezavi s končanjem politike kvantitativnega sproščanja in politiko obrestnih mer, lahko pričakujemo, da se bo ime Draghijevega naslednika in tabor, iz katerega prihaja, poznalo tudi na kapitalstskih trgih. Špekulacije o njegovem nasledniku se utegnejo pojaviti že koncem leta 2018.

V ZDA so izhodišča nekoliko drugačna kot v evroobmočju. Za razliko od ECB, kjer program kvantitativnega sproščanja še vedno ni zaključen, so v ZDA z njim zaključili že v letu 2014, gospodarstvo deluje dobro, tako da so pričakovanja investorjev že povsem na strani postopnega dviganja ključne obrestne mere. FED že znižuje velikost svoje aktive, mesečno za 50 milijard dolarjev do oktobra 2018. V ZDA se je inflacija na letni ravni v letu 2017 že povzpela nad mejo 2%, februarja dosegla celo 2,7%, po predvidevanjih pa bi naj letošnje leto sklenila pri 2,1%. Nekoliko bode v oči to, da je bila v dosedanem delu leta 2017 inflacija zelo nestanovitna. Po predvidevanjih bi se naj na teh ravneh nahajala tudi v prihodnjih dveh letih. Letos se na decembrskem zasedanju FED-a obeta dvig obrestne mere za 25bp, v naslednjem letu pa vsaj en dvig, zelo verjetno pa dva ali celo trije; odvisno od davčne reforme in njenih učinkov. S tem bi temeljna obrestna mera utegnila doseči raven 2%. 1. februarja 2018 prihaja na čelu FED-a do spremembe. Dosedanjo guvernerko Janet Yellen, ki je FED vodila v zadnjih petih letih, bo zamenjal Jerome Powell, ki ga je Donald Trump predlagal 2. novembra 2017. Pred nastopom funkcije bo moral Powell dobiti še soglasje Kongresa, a to bi morala biti zgolj formalnost. S Powellom na čelu FED-a si lahko obetamo še vedno dokaj umirjen odnos do politike obrestnih mer.

Na Japonskem si lahko obetamo upočasnjeno rast aktive njihove centralne banke Bank of Japan, in to predvsem zaradi dejstva, da banka že sedaj poseduje več kot 40% državnih obveznic, kar ji omejuje nadaljnje nakupe. Na Kitajskem se glavna skrb monetarnih oblasti nanaša na znižanje zadolženosti.

Tveganja v letu 2018

Ključna tveganja, ki bodo v letu 2018 na globalni ravni spremljala gospodarsko aktivnost in poganjala kapitalske trge, bodo predvsem izhajala iz aktivnosti centralnih bank in geopolitičnih žarišč. Na globalni ravni je opazna politična in vojaška krepitev Rusije in Kitajske, kar ustvarja večje napetosti. V Evropi so se pojavile separatistične težnje v posameznih državah, ki povečujejo kompleksnost svetovnega dogajanja. Obstaja bojazen, da bodo politična nesoglasja najedala h gospodarski rasti usmerjene politike ali privedla do novih trgovinskih sporov, kar bi imelo negativen vpliv za gospodarsko rast in razvoj. Znižanje prabitkov v primerjavi z državami v razvoju kaže, da so investitorji v času izredno nizkih obrestnih mer dodaten donos iskali izven tradicionalnih trgov.

V Evropi je presenečenje prišlo iz Nemčije, kjer se je po volitvah pozicija kanclerke Angele Merkel občutno poslabšala. Za gospodarstva evropskih držav bodo v letu 2018 dodaten vir tveganja predstavljali dogodki povezani z izstopom Velike Britanije iz EU; ta je bil izglasovan 23. junija 2016. 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. Četudi bo glavnina negativnih učinkov izstopa odpadla na Veliko Britanijo, bodo izstop zagotovo občutila tudi gospodarstva evropskih držav. Velika Britanija je ključna trgovinska partnerica mnogih evropskih držav, še posebej Nemčije. Slednja ima z Veliko Britanijo izrazit zunanjetrgovinski presežek, saj v državo izvozi za približno 95 milijard dolarjev blaga, iz države pa uvozi za približno 45 milijard. Izmed držav EU so pomembnejše trgovinske partnerice VB še Nizozemska, Francija, Belgija in Irska. V preostalem delu EU ostaja proevropsko in pro-evrsko vzdušje izredno visoko, navkljub temu, da se v posameznih državah utegne krepiti podpora skrajnim strankam. Na monetarnem področju so si centralni bankirji dopustili možnost da bodo, če bi se stanje v gospodarstvu drastično poslabšalo oziroma bi se inflacija obrnila proti nični stopnji, ponovno okrepi program kvantitativnega sproščanja.

Osrednje geopolitično žarišče ostaja na Bližnjem vzhodu, kjer spor vsebuje močne elemente medverskega nasilja med dvema največjima muslimanskima vejama (šii in suniti), v odprti konflikt pa vse bolj tišči tudi Kurde in se utegne sprevreči v odprti spor med Savdsko Arabijo in Iranom. Do sedaj sta bila omenjena zgolj podtalna podpornika med seboj nasprotujočih si skupin v omenjenih državah. Še vedno ni minila nevarnost, da se spor razraste v regionalni konflikt večjih razsežnosti, ki bi zajel tudi Turčijo (vprašanje Kurdistanu) in druge države na arabskem polotoku. Zaostreni odnosi na Bližnjem vzhodu na eni strani vplivajo na ceno nafte, na drugi pa tudi na odnose med svetovnimi silami (ZDA, Rusija, Kitajska). V odnosu do Rusije se tudi v letu 2018 pričakuje nadaljevanje sankcij, do katerih je prišlo po nasilni priključitvi Krima k Rusiji. Na 19. Kongresu Komunistične partije Kitajske, ki je bil oktobra 2017, je Xi Jinping utrdil svojo moč in oblast. V ZDA največje tveganje predstavlja inflacija. V letu 2018 bodo predsedniške volitve v dveh največjih latinsko-ameriških državah, Mehiki in Braziliji. Še vedno so prisotna tveganja v zvezi z delovanjem ameriškega predsednika Donalda Trumpa. Napetosti še vedno ostajajo na korejskem polotoku, kjer največji vir negotovosti izhaja predvsem iz nepredvidljivosti Kim Jong Una.

V letu 2018 so v Sloveniji parlamentarne volitve. Za portfelj Sklada se vpliv domačega dogajanja kaže preko obrestne mere. Pričakuje se, da bodo glavna tveganja s tem v zvezi prihajala od zunaj, predvsem s strani delovanja ECB.

Kapitalski trgi v letu 2018

V letu 2017 so kapitalski trgi dosegli kar nekaj prelomnic. Evropski in ameriški delniški trgi so dosegli zgodovinsko rekordne vrednosti oziroma se nahajajo v njihovi bližini. Indeks Dow Jones je rekordno vrednost 23.442 točk dosegel 24. 10. 2017, nemški DAX pa je svojo rekordno vrednost 13.230 točk dosegel 30. 10. 2017. Na obeh borzah je količnik PE ratio, ki kaže razmerje med ceno delnic in dobičkom podjetij in zajame podjetniško raven kapitalskih trgov, bistveno presegel večletne povprečne vrednosti. Nikakor pa ne gre prezreti, da se je z izdajo petletne državne obveznice na trge vrnila Grčija; gre za kombinacijo izboljšane stanja v državi in obilice denarja na trgih. Vse to so indikatorji, ki kažejo, da je v letu 2018 na

delniških in tudi obvezniških trgih potrebna izredna previdnost, četudi bodo vodilna svetovna gospodarstva tudi v letu 2018 po vseh napovedih delovala odlično. Značilnost kapitalskih trgov je, da mnogo obetov nemudoma vključijo v cene vrednostnih papirjev.

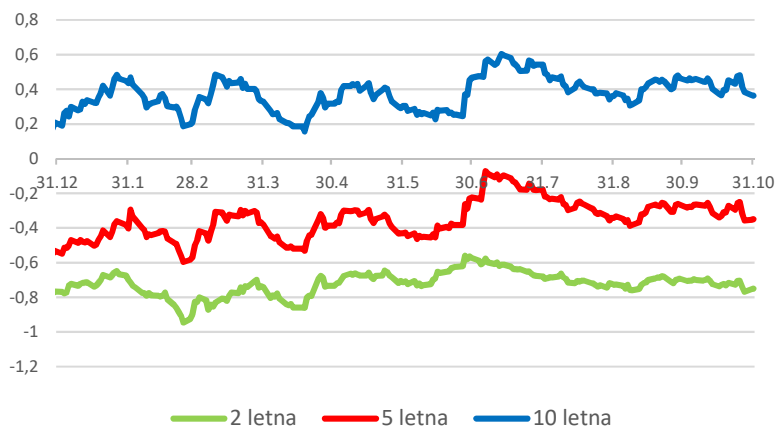
Tabela 1: PE ratio in vrednost pripadajočega borznega indeksa pri tabelirani vrednosti PE

	31. 10. 2017	2 letno povp.	5 letno povp.	10 letno povp.
Dow Jones	19,6 / 23.377	17,7 / 21.087	16,2 / 19.324	15,3 / 18.200
S&P500	21,7 / 2.575	20,3 / 2.410	18,5 / 2.195	17,3 / 2.052
DAX	19,4 / 13.230	19,4 / 13.215	18,9 / 12.890	18,4 / 12.543

Ob makroekonomskih in mikroekonomskih novicah bodo dogajanje na kapitalskih trgih v največji meri krojili centralni bankirji. Ob predpostavki, da se PE ratio ne bo dodatno poveševal, je za nadaljnjo rast na delniških trgih potrebna dodatna rast dobičkov. Po tem kriteriju so nekoliko cenejše delnice na azijskih trgih. Pa vendar so ti razvijajoči se trgi zgodovinsko gledano v korelaciji z borzno dinamiko v ZDA (beta višja od 1 in negativna alfa), kar pomeni, da lahko pričakujemo, da se bo borzni padec v ZDA prenesel tudi na te trge. V letu 2018 tako lahko pričakujemo padec cen delnic ali kvečjemu njihovo vzdržno rast. V Evropi bo gibanje delniških indeksov tudi pod vplivom britanskega izstopanja iz EU. Razlog za optimizem tudi v letu 2018 prihaja iz skromnih inflacijskih pričakovanj v evroobmočju, kar pomeni nespremenjeno monetarno politiko.

Na trgu dolžniških vrednostnih papirjev lahko v letu 2018 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 prenažljeni. V letu 2018 se pričakujeta vsaj dva dviga obrestne mere, a že v letu 2017 je FED pokazal veliko mero pragmatizma. V evroobmočju ni pričakovati neposrednega dviga obrestnih mer s strani ECB, saj ciljna stopnja inflacije še vedno ni dosežena, inflacija pa tudi ni stabilna. Inflacija ostaja ključna informacija za ECB. 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%, 31. 10. 2017 pa 0,36%. V prvih desetih mesecih leta je svojo najnižjo donosnost 0,156% dosegla 18. aprila, najvišjo (0,603%) pa 13. 7. 2017. V obdobju do 13. 7. 2017 je indeks BEUR, ki meri gibanje državnih obveznic v območju evra, izgubil kar 1,31%. Pričakovati je, da se bo trend postopne rasti nadaljeval tudi v letu 2018, kar bo zniževalo cene obveznic. Najbolj se utegnejo poceniti državne obveznice najvarnejših držav z najvišjo boniteto (Nemčija, Nizozemska) in obveznice daljšega trajanja, ki so na spremembe v obrestnih merah najbolj občutljive. Na drugi strani bi okrepitev programa kvantitativnega sproščanja, do česar bi utegnili priti ob občutnem nedoseganju inflacijskih ciljev, ponovno dvignila cene državnih obveznic najvarnejših držav. Vsekakor pričakujemo povečano volatilnost na obvezniških trgih. V razmerah nizkih obrestnih mer so obveznice razvijajočih se trgov ugodna in donosna alternativa.

Slika 3: Donosnost nemških državnih obveznic v 2017



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 in se je v letu 2017 dvignil celo na 1,20, mnenja analitikov o tem, v katero smer se bo tečaj obrnil v letu 2018, niso enotna. Za tečaj bo pomembno, iz katerega območja bo prihajalo več pozitivnih in manj negativnih novic. Ključna dejavnika bi utegnili biti inflacija in ekonomsko-politično dogajanje v ZDA (FED in davčna reforma) in Evropi (ECB in brexit). Že zmerna davčna reforma, ki bi spodbudila gospodarsko rast in prispevala k dvigu dolarskih obrestnih mer, bi lahko okrepila ameriški dolar. Vprašanje je, koliko dvigov dolarskih obrestnih mer je že vgrajenih v tečaj. Euro bi se utegnil okrepiti na račun moči evropskega gospodarstva, ki bi preko inflacijskih pričakovanj ustvarila pritisk na ECB k hitrejši normalizaciji monetarne politike, četudi inflacija še ne bi dosegla ciljne 2% meje. Negotovosti, ki so povezane z brexitom, bi utegnile privedi do tega, da bo ECB zelo zadržana kar se tiče spreminjanja svoje monetarne politike.

Slika 4: Gibanje tečaja EURUSD v 2017



1.3 Usmeritve Sklada za leto 2018

Sklad bo tudi v letu 2018 nadaljeval s konservativno naložbeno politiko, skladno s katero si primarno prizadeva ohraniti vrednost svojega portfelja, in sicer pretežno z vlaganjem v nizko tvegane vrednostne papirje, kot so obveznice prvovrstnih izdajateljev, delno pa tudi z vlaganjem v razpršene delniške naložbe.

Sestavni del Naložbene politike Sklada za leto 2018 je ciljna struktura portfelja za leto 2018. Pri oblikovanju le-te izhajamo iz ciljne strukture portfelja za leto 2017, stanja portfelja na dan 31. 10. 2017 in predvidevanj o dogajanju na finančnih trgih v letu 2018.

V letu 2018 bo portfelj Sklada nekoliko bolj izpostavljen obrestnemu tveganju kot je bil v preteklosti, saj je pri nizkih obrestnih merah predvidena njihova rast. Kot odziv na dogajanja na trgih je že v letu 2017 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.

Osnovna cilja Sklada v letu 2018

- a.) Ohranjanje vrednosti sredstev in zagotavljanje donosa na sredstva, ki jih Sklad vlaga v različne naložbe:
 - ✓ upravljati s premoženjem v skladu z namenom, zaradi katerega je Sklad ustanovljen in kot dober gospodar zagotavljati varnost, razpršenost, likvidnost in donosnost naložb,
 - ✓ ciljno letno donosnost določati v povezavi s pričakovano donosnostjo primerjalnega indeksa – benchmarka.

Pri upravljanju finančnega premoženja bo Sklad upošteval naslednja načela:

- ✓ načelo varnosti naložb,
- ✓ načelo razpršenosti naložb,
- ✓ načelo likvidnosti naložb,
- ✓ načelo donosnosti (prednost bodo imele varne naložbe).

- b.) Zagotavljanje porabe zbranih sredstev na način, da bodo sredstva namenjena zgolj za izvajanje zakonsko predpisanih dejavnosti.

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. Pri upravljanju portfelja si prizadevamo izkoriščati razmere na kapitalskih trgih, z ustrezno alokacijo sredstev Sklada po posameznih naložbenih razredih pa prispevati k varnosti portfelja, dosegaati ustrezno donosnost in izpolnjevati druge naložbene cilje.

2.1.1 Ohranjanje vrednosti sredstev in zagotavljanje donosa na sredstva, ki jih Sklad vlaga v različne naložbe.

a.) 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.

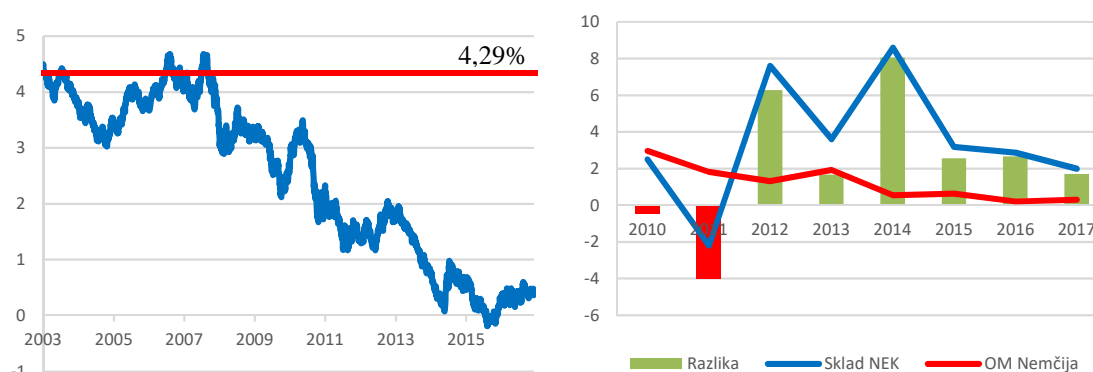
Tveganost portfelja upravljamo večplastno in sicer (1) z definicijo in pripoznanjem vrst tveganj in (2) njihovim merjenjem. Največje tveganje je tržno tveganje, katerega merimo z kazalnikom VaR (Value at Risk).

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. december 2003.¹ Na Skladu donos portfelja dosežemo preko obrestovanja dolžniških naložb (kuponi in obresti), s prejetimi dividendami iz naslova lastniških naložb in s kapitalskimi dobički vseh vrst finančnih naložb (apreciacija glavnice pri dolžniških naložbah in apreciacija cene delnice pri lastniških naložbah).

Slika 5: Gibanje obrestnih mer na državne obveznice v državah evra, december 2003 – oktober 2017 (slika levo) in donos Sklada v primerjavi z donosnostjo 10-letne nemške državne obveznice po letih



Skład si vse od leta 2004 naprej, v skladu z vsakokratno veljavno naložbeno politiko in v skladu s Programom razgradnje NEK, prizadeva za doseganje povprečnega letnega donosa svojega portfelja v višini 4,29 %. Omeniti je potrebno, da je bila zahtevana donosnost 10-letne nemške državne obveznice 10. 12. 2003 enaka 4,29 %, danes pa je zahtevana donosnost iste obveznice enaka 0,35 %. To je posledica popolnoma spremenjenih tržnih, makroekonomskih in monetarnih razmer, ki so veljale ob koncu leta 2003 oziroma veljajo danes.

Trenutno se nahajamo v času izredno nizkih obrestnih mer. Kot prikazuje leva stran Slike 5, se na dan 31. 10. 2017 dolgoročne obrestne mere (zahtevana donosnost) na državne obveznice v območju evra, ki jih je Program razgradnje NEK postavil kot merilo zahtevane donosnosti Sklada, nahajajo bistveno pod vrednostjo iz leta 2003 in, kot kaže desna stran Slike 5, od leta 2012 naprej tudi občutno pod realiziranim donosom portfelja Sklada. Zahtevana donosnost na desetletno nemško državno obveznico, ki velja za benchmark, se trenutno giblje v območju 0,35 %, medtem ko se zahtevana donosnost na petletno nemško državno obveznico giblje v negativnem območju -0,33 % (dvoletna nemška državna obveznica pa nosi še večji negativen zahtevan donos do dosvetja v višini -0,70).

Slika 5 prikazuje, da Skład, od leta 2012 do 2017, presega donosnost izračunano po metodologiji iz Programa razgradnje NEK iz leta 2003, v kolikor bi se upoštevala vsakokratna trenutna tržna vrednost merila zahtevane donosnosti Sklada (dolgoročne obrestne mere na državne obveznice v območju evra/10-letna nemška državna obveznica) iz tega Programa.

Doseganje donosnosti portfelja Sklada v višini 4,29 % (kot jo eksplicitno določa Program razgradnje NEK iz leta 2003), je v obdobju tekočega poslovnega leta 2018, na podlagi planirane naložbene politike, na podlagi trenutnih makroekonomskih, tržnih in monetarnih razmer, ter s pretežnim investiranjem v dolžniške vrednostne papirje izdajateljev z najvišjo boniteto, možno doseči le ob bistveno večjem sprejetem tveganju. To pa bi bilo v nasprotju z zasledovanjem primarnega cilja ohranjanje vrednosti premoženja in v nasprotju z načelom varnosti finančnih naložb portfelja Sklada.

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. december 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.

Na letni ravni (kratkoročno obdobje) si Sklad cilje glede doseganja donosnosti zastavlja glede na trenutne in pričakovane razmere na trgu v naslednjem letu. Sklad tako želi dosegati donosnost, ki bo primerljiva "benchmarku-u" in hkrati prilagoditi profil tveganja tako, da ta ne bo bistveno odstopal od profila tveganja "benchmarka".

Konkretno opredeljeni cilji glede donosnosti portfelja Sklada za leto 2018 so zapisani v nadaljevanju dokumenta.

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 razgradnje 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, 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.

2.1.2 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 2018

Z namenom zasledovanja cilja varnosti portfelja, kot primarnega cilja Sklada, bo tudi v letu 2018 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 v trenutnem obdobju izredno nizka, kar omejuje zasledovanje cilja donosnosti.

Podobno kot pri Naložbeni politiki Sklada za leto 2017 sta ključni strateški usmeritvi skrajševanje ročnosti dolžniškega dela portfelja in okrepitev segmenta podjetniških obveznic.

Naložbene razrede oziroma ciljne razpone posameznega naložbenega razreda ohranjamo v naložbeni politiki za leto 2018 nespremenjene glede na leto 2017. Še vedno se namreč nahajamo v obdobju izredno nizkih obrestnih mer, dobri makroekonomske sliki globalnega gospodarstva in relativno nizkim stopnjam inflacije v globalnem merilu. Ker v prihodnje pričakujemo postopno krčenje ohlapne monetarne politike širom po svetu, ostajajo naložbeni razredi nespremenjeni. Ocenjujemo, da lahko z istimi ciljnimi strukturami naložbenih razredov dosežemo vse naložbene cilje opredeljene v tem dokumentu. Podrobneje smo makroekonomsko situacijo in ocene gibanja makroekonomskih agregatov opisali v prvem poglavju.

Tabela 2: Ciljna struktura portfelja Sklada za leto 2018 (v %)

Naložbeni razred	Delež v % na dan 31.10.2017	Ciljna struktura v % za leto 2017	Ciljna struktura v % za leto 2018
Državne obveznice	42,51	<i>od 30 do 65</i>	<i>od 30 do 65</i>
Obveznice v 100% državni lasti	5,00	<i>od 4 do 10</i>	<i>od 4 do 10</i>
Skupaj državni VP	47,51	<i>od 40 do 70</i>	<i>od 40 do 70</i>
Podjetniške/korporativne obveznice	7,68	<i>od 2 do 15</i>	<i>od 2 do 15</i>
Vz. skladi (več kot 50% obvy.) in ETF-ji	11,67	<i>od 5 do 20</i>	<i>od 5 do 20</i>
Obveznice ban/finančnih izdajateljev	2,72	<i>od 0 do 5</i>	<i>od 0 do 5</i>
Skupaj podjetniške obveznice	22,07	<i>od 5 do 30</i>	<i>od 5 do 30</i>
Den.trg (depoziti, pot. o vlogah, MM skladi)	18,28	<i>od 0 do 30</i>	<i>od 0 do 30</i>
SKUPAJ DOLŽNIŠKI VP	87,85	<i>od 75 do 100</i>	<i>od 75 do 100</i>
Vz. skladi (delniški, mešani skl.) in ETF-ji	10,80	<i>od 0 do 20</i>	<i>od 0 do 20</i>
Delnice	1,35	<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	12,15	<i>od 0 do 25</i>	<i>od 0 do 25</i>
PORTFELJ SKUPAJ	100,00		

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 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.

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 preferiramo diverzificiran pristop. Neposrednih naložb v delnice bo največ 5 % portfelja.

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.

Tabela 3: 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

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 2018, 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 Sklada za leto 2018

Glede na predlagano Naložbeno politiko Sklada za leto 2018 (glede na ciljno razporeditev po naložbenih razredih ter upoštevajoč naložbena pravila), lahko ugotovimo nekaj odstopanj oz. neustreznih naložb. Sklad si je v letih 2011 do 2017 prizadeval za odprodajo teh naložb (obveznice DZS2), vendar te naložbe zaradi nelikvidnosti še ostajajo v portfelju Sklada. Sklad bo v letu 2018 aktivno spremljal ta del portfelja in nadaljeval s prizadevanji za odprodajo teh naložb po ustrezni ceni ter skladno s popravljivimi ukrepi, ki jih je načrtoval v odzivnem poročilu, ki je bilo izdelano na podlagi opravljene revizije Računskega sodišča RS, z naslovom »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo Nuklearne elektrarne Krško in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz Nuklearne elektrarne Krško«, št. 321-1/2013/92 z dne 21. decembra 2016.

Do večjih odstopanj prihaja ob upoštevanju natančnejših omejitev glede posameznih naložb, in sicer:

- ✓ Sklad ima naložbe v netržnih vrednostnih papirjih (delnice elektro podjetij, obveznice DZS2) v višini približno 2 % portfelja (na dan 31. 10. 2017).

Pri prilagajanju portfelja Sklada je potrebno izpostaviti, da gre pri zgoraj omenjenih naložbah za dolgoročneje odmike od naložbene politike Sklada. Teh naložb na kratek rok ne bo mogoče prodati za primerno in razumno ceno.

2.4 Izpostavljenost in omejitve naložb po naložbenih razredih

Skład 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 2018 (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 Skład zbrana sredstva vlagal samo v likvidne naložbe. Možnosti prodaje oz. vrednotenja naložb Sklada, ki so slabo likvidne oz. nelikvidne, bo Skład 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 navzdok«, 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-je bo Sklad vršil primerjavo uspešnosti primerljivih skladov in se na tej podlagi odločal za naložbo v najuspešnejše sklade. Pred nakupom bo izdelal

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

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).

naložbeno priporočilo s podrobnejšo analizo sklada. 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;
- 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 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 seznanjamo službe in organe Sklada o poslovanju in upravljanju premoženja, 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 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.

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;
- Minimalno zajamčeno donosnost za leto 2018, določeno s strani Ministrstva za finance RS, na mesečnem, polletnem in letnem nivoju;
- Donosnost izbranih pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko, na polletnem in letnem nivoju.

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. 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 %)	Donos (ocena)
Državni vrednostni papirji (državne obveznice in obveznice izdajatelj v 100 % državni lasti)	Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury TR Index Value Unhedged EUR	LEATTREU Index	50	0,65
Obveznice visokih donosnosti	iBoxx EUR Liquid HY Index TRI	IBOXXMJA Index	5	2,50
Korporativne obveznice	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate TR Index Value Unhedged EUR	LECP TREU Index	15	1,50
Lastniški vrednostni papirji	MSCI World EUR	MSERWI Index	15	5,10
Denarna sredstva	EUR	EUR Currency	15	0,15
		Skupaj	100	1,46

Zadnji stolpec v tabeli prikazuje oceno donosnosti za leto 2018 po posameznih segmentih benchmarka in oceno donosnosti benchmarka v letu 2018, ki je izračunana kot tehtano povprečje donosnosti po posameznih segmentih.

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 (MXWO Index).

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

V letu 2017 je bila povprečna letna donosnost 10-letnih državnih obveznic v državah z evrsko valuto 0,358%, medtem ko je svetovni borzni indeks zrasel za 13,37%, kar pomeni, da je glede na strukturo portfelja Sklada tehtani donos znašal 1,93%. V letu 2017 pričakujemo nekoliko rasti donosnosti državnih evrskih obveznic, ki pa bi naj ostala pod odstotno točko. Pričakujemo manjšo rasti na delniških trgih, merjeno globalno. Glede na predvideno strukturo portfelja ocenjujemo, da se bo tehtani donos v letu 2018 nahajal pod odstotno točko. Pri tem upoštevamo polno investiranost, kar pomeni, da so tudi denarna sredstva naložena po donosnosti dolžniških vrednostnih papirjev.

Tabela 8: Ocena za leto 2018 (v %)

	2017		2018	
	Struktura portfelja	Tehtani donos (GECU10YR, MXWO Ind.)	Struktura portfelja (ciljna)	Tehtani donos (GECU10YR, MXWO Ind.) (ocena)
Dolžniški VP	87,86	0,358	85	0,65 – 0,8
Lastniški VP	12,14	13,37	15	4,0 – 7,0
Skupaj	100	1,93	100	1,15 – 1,73

Minimalna zajamčena donosnost

Primerjava donosnosti portfelja Sklada z minimalno zajamčeno donosnostjo je smiselna, saj je portfelj Sklada po svoji strukturi finančnih naložb in naložbeni politiki najbolj podoben pokojninskem skladom v Republiki Sloveniji, pri čemer je slednjim predpisano doseganje minimalne zajamčene donosnosti. Minimalna zajamčena donosnost je opredeljena v 217. členu Zakona o pokojninskem in invalidske zavarovanju¹¹, podrobneje pa opisana v Pravilniku o izračunu minimalne zajamčene donosnosti¹². 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 2017 je enaka 0,57 % na letni ravni in 0,05 % na mesečni ravni. Minimalna zajamčena donosnost za leto 2018 še ni določena.

Tabela 9: Minimalna zajamčena donosnost in donos Sklada po letih (v %)¹³

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

V Tabeli 9 primerjamo donosnost portfelja Sklada z minimalno zajamčeno donosnostjo in razliko med njima. Iz tabele lahko razberemo, da je bila donosnost Sklada v zadnjih treh letih občutno nad minimalno zajamčeno donosnostjo.

Donosnost izbranih pokojninskih skladov s podobno konservativno naložbeno politiko

S primerjalno analizo primerjamo donosnost Sklada z donosnostjo nekaterih pokojninskih skladov, ki imajo podobno konservativno naložbeno politiko. Zaradi določenih njim lastnih specifik posameznih skladov je ta vidik zgolj indikativne narave. Seznam primerljivih skladov bo Sklad ustvaril naknadno.

¹¹ Uradni list RS, št. 96/12, 39/13, 99/13 – ZSV arPre-C, 101/13 – ZIPRS1415, 44/14 – ORZPIZ206, 85/14 – ZUJF-B, 95/14 – ZUJF-C, 90/15 – ZIUPTD in 102/15.

¹² Uradni list RS, št. 96/12

¹³ Za leto 2017 je uporabljen donos Sklada do 31. 10. 2017.

2.8 Merljivi cilji – Ciljna donosnost Sklada

Temeljna cilja upravljanja portfelja Sklada sta zagotavljanje varnosti in donosnosti. Na trgih vrednostnih papirjev sta to praviloma izključujoča se cilja. Primarni cilj Sklada je ohranjanje vrednosti sredstev portfelja (načelo varnosti finančnih naložb), 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 2018 izhajamo iz predvidene strukture portfelja v letu 2018, na podlagi tehtanega zahtevanega donosa povprečne letne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v območju evra in donosa svetovnega borznega indeksa, ki je v letu 2017 znašal 0,81% v obdobju od začetka leta (od 1. 1. do 31. 10. 2017) oziroma 1,77% v obdobju enega leta (od 31. 10. 2016 do 31. 10. 2017) in ocen glede gibanja donosa po posameznih naložbenih razredih v letu 2017.¹⁴ Pričakujemo, da se bo donos portfelja v letu 2018 gibal v območju med 1,41 in 2,06% (Tabela 10); pričakujemo nekoliko nižji donos kot je bil v letu 2017. Največji donos pričakujemo v segmentu lastniških vrednostnih papirjev, za katerega ocenjujemo, da se bo nahajal v območju med 5,1 in 8,0%. Del tega donosa nameravamo doseči tudi z aktivnim medletnim upravljanjem. Za segment podjetniških obveznic ocenjujemo letno rast v višini med 1,5% in 2,0%, nekoliko nižjo letno rast pa predvidevamo za segment državnih obveznic, in sicer med 0,65 in 0,85%. Na trgu depozitov pričakujemo rahlo rast obrestnih mer.

Tabela 10: Merljivi cilji za leto 2018 (v %)

	Struktura portfelja			Donosnost		Tveganje (VaR) v %	
	31.10. 2017	Meje NP 2018	Ciljna struktura 2018	Od 1.1.17 do 31.10.17	Ciljna donosnost 2018	31.10. 2017	Ocena tveganja 2018
Državni VP	47,51	40 – 70	50	0,71	0,65 – 0,85	0,11	0,11 - 0,40
Podjetniške obveznice	22,07	5 – 30	20	1,80	1,50 – 2,00	0,13	0,14 - 0,45
Denarni trg	18,28	0 – 30	15	0,05	0,15 – 0,25	0,00	0,00
Lastniški VP	12,15	0 – 25	15	11,60	5,10 – 8,00	0,49	0,52 - 1,75
Skupaj	100		100	2,03	1,41 – 2,06	0,17	0,15 – 0,50

Prilagoditev portfelja ciljni strukturi za leto 2018 bo dvignila tveganost portfelja; na dan 31. 10. 2017 je enodnevni 95% VaR portfelja znašal 341.191 evrov, oz. 0,17 % 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 volatilitnost na trgih, kar bo dvignilo volatilitnost 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 2018 pričakujemo volatilitnost tudi na trgu dolžniških vrednostnih papirjev, pa se bo volatilitnost naložb v portfelju Sklada zniževala tudi na račun skrajševanja duraciona. 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 0,20 in 0,50% vrednosti portfelja.¹⁵ S predvideno ciljno višino VaR ohranjamo zavezo do zagotavljanja varnega portfelja.

¹⁴ Vse ocene so narejene na podlagi pričakovanih glede gibanja na finančnih trgih z dne 31. 10. 2017. Pri ocenah glede donosnosti in tveganja v 2018 ne upoštevamo nastanka raznih nepričakovanih dogodkov, kot tudi ne morebitnih oslabeitev naložb iz portfelja Sklada.

¹⁵ Oceni sta izračunani kot tehtani povprečni vrednosti VaR pri posameznem naložbenem segmentu in ciljnega deleža segmenta v portfelju za leto 2018.

Zaradi dinamike na kapitalskih trgih lahko pride do modifikacije teh ciljev. Zato bodo ti predmet sprotnih preverjanj in rednih revidiranj skozi celotno leto 2018. Spremembe ciljev bodo predstavljene Upravnemu odboru Sklada ter predsedniku Nadzornega odbora Sklada, in sicer v okviru rednih mesečnih in polletnih poročil ter na sejah Upravnega odbora Sklada.

2.9 Odstopanja od meril uspešnosti

Pretekli donosi oziroma pretekla uspešnost niso zagotovilo za realizacijo takšnih donosov tudi v prihodnje.

Zaradi narave upravljanja premoženja, ki jo zaznamujeta predvsem volatilitnost na trgih in pogoste 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 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 11: Odstopanja od meril uspešnosti

Merilo uspešnosti	Možna odstopanja navzdol od posameznega merila uspešnosti (v bazičnih točkah (bt) ¹⁶ 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
Minimalna zajamčena donosnost	0 do 100 bt

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 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. Opisano tveganje lahko 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).

¹⁶ 100 bazičnih točk je enako 1,00 %

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 neuskklajene likvidnosti oziroma neuskklajenosti 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. 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 Sklada za leto 2018 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 dospetju ne bo poravnal dogovorjene obveznosti (kupona ali glavnice) in bo bankrotiral, kot tudi tveganje ne vračila 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 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: kadrovske vprašanje

Poseben vidik operativnega tveganja predstavlja kadrovska in organizacijska ureditev Sklada, ki nikakor ne zadostuje 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 svojih poročilih »Zagotavljanje sredstev za razgradnjo NEK in za odlaganje radioaktivnih odpadkov iz NEK« z dne 23. avgusta 2011 in 21. decembra 2016.

Z namenom zmanjšanja tega vidika operativnega tveganja Sklad Vlado Republike Slovenije in resorno ministrstvo že dlje časa opozarja na omenjeno problematiko ter predlaga dodatne zaposlitve glede na dejanske kadrovske potrebe v strokovnih službah Sklada.

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 2018 je pripravljena v skladu z veljavno zakonodajo, podzakonskimi in drugimi akti, ki urejajo delovanje Sklada. Tudi v letu 2018 bo Sklad izvajal konservativno naložbeno politiko. Primarni cilj, ki ga bo Sklad zasledoval v letu 2018, je ohranjanje vrednosti premoženja. Pri izvajanju Naložbene politike Sklada za leto 2018 bo Sklad sledil zastavljenim naložbenim načelom: načelu varnosti, razpršenosti, likvidnosti in donosnosti.

Načrtovano Naložbeno politiko za leto 2018 bo Sklad realiziral:

- z aktivnim upravljanjem premoženja Sklada,
- s spremljanjem uspešnosti po vseh štirih kriterijih,
- 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 Sklada za leto 2018 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. Darja Štraus Trunk, univ. dipl. ekon.