



REPUBLIKA SLOVENIJA
RAČUNSKO SODIŠČE

Revizijsko poročilo

Uspešnost načrtovanja zadolževanja v letu 2013 in prvi polovici leta 2014



POSLANSTVO

Računsko sodišče pravočasno in objektivno obvešča javnosti o pomembnih razkritjih poslovanja državnih organov in drugih uporabnikov javnih sredstev ter svetuje, kako naj državni organi in drugi uporabniki javnih sredstev izboljšajo svoje poslovanje.



REPUBLIKA SLOVENIJA
RAČUNSKO SODIŠČE

Revizijsko poročilo

Uspešnost načrtovanja zadolževanja v letu 2013 in prvi polovici leta 2014

Številka: 320-7/2014/45
Ljubljana, 18. maja 2015

Povzetek

Računsko sodišče je izvedlo revizijo *uspešnosti načrtovanja zadolževanja v letu 2013 in prvi polovici leta 2014* na Vladi Republike Slovenije in Ministrstvu za finance.

Ključni dokument na področju načrtovanja zadolževanja je program financiranja proračuna Republike Slovenije, ki ga sprejme Vlada Republike Slovenije. V njem so določeni strateški in operativni cilji zadolževanja za leto, v katerem velja. Strateški cilji zadolževanja so skladni z izsledki dobre prakse, ki jo priporočajo mednarodne finančne institucije in po mnenju računskega sodišča predstavljajo ustrezno podlago za naslednje faze načrtovanja zadolževanja. Skladno z usmeritvami iz gradiv mednarodnih finančnih organizacij se strateški cilji niso veliko spreminjali, kar je po mnenju računskega sodišča ustrezna praksa, saj se strateški cilji postavljajo za daljše obdobje, poleg tega pa so oblikovani tako, da jih je mogoče zasledovati ne glede na makroekonomske okoliščine države oziroma okoliščine na kapitalstskih trgih.

Strateški cilji bi morali predstavljati izhodišče za oblikovanje srednjeročne strategije zadolževanja, ki pa je Vlada Republike Slovenije ni sprejela. Posamezni elementi, ki bi morali biti sestavni del strategije zadolževanja, so zajeti s programi financiranja proračuna, vendar je program financiranja proračuna letni dokument in Ministrstvu za finance ne daje formalnih usmeritev glede načina zadolževanja za daljše časovno obdobje, prav tako s temi usmeritvami ni bila seznanjena zainteresirana javnost. Strategija zadolževanja naj bi predvsem dala usmeritev Ministrstvu za finance o stopnji tveganj, ki jih lahko sprejme, da bi minimiziralo stroške zadolževanja. Ker Vlada Republike Slovenije te usmeritve ni sprejela, je moralo Ministrstvo za finance voditi konzervativno politiko zadolževanja, da bi kar najbolj minimiziralo tveganja. To so pokazale tudi analize dolžniškega portfelja, s katerimi niso bila zaznana posebna tveganja, ki se nanašajo na dolg. Kljub temu da Vlada Republike Slovenije srednjeročne strategije formalno ni sprejela, je Ministrstvo za finance ob načrtovanju poslov zadolžitve smiselno uporabljalo tudi tiste postopke in metode, ki jih mednarodne finančne organizacije navajajo kot potrebne ob pripravi srednjeročne strategije zadolževanja in ob načrtovanju poslov zadolžitve.

Ministrstvo za finance je stalno spremljalo in analiziralo strukturo dolžniškega portfelja ter dogajanje na kapitalstskih trgih, formalni okvir za spremljanje in obvladovanje tveganj pa je v večjem delu vzpostavljalo v letih 2013 in 2014. Pomemben korak na področju spremljanja in obvladovanja tveganj predstavlja ustanovitev Odbora za upravljanje s tveganji in dolžniške kapitalstke trge Ministrstva za finance, v okviru katerega naj bi se zagotovilo tudi ustrezno dokumentiranje odločitev, kar bi med drugim omogočilo kasnejše lažje reproduciranje okoliščin v času sprejemanja odločitev. Dokumentiranje analiz in odločitev, ki so bile sprejete na podlagi teh analiz, namreč ni bilo celovito, kar je povezano tudi z velikim obsegom nalog, ki so jih zaposleni izvajali v obdobju, na katero se nanaša revizija. Z zmanjševanjem števila zaposlenih v zadnjih letih se je povečalo operativno tveganje pravočasne izvršitve vseh zahtevanih opravil in postopkov ob izdajah vrednostnih papirjev, še posebej v primerih nepričakovanih odsotnosti. Tveganja za uspešno izvršitev poslov zadolževanja se nanašajo tudi na pridobitev vseh potrebnih informacij o stanju

v državi, ki jih mora Ministrstvo za finance predstaviti morebitnim investitorjem. Posebne komunikacijske poti med Ministrstvom za finance in drugimi nosilci politik namreč niso bile utečene, prav tako niso bili sprejeti posebni protokoli o načinu komunikacije in obveščanja o aktualnih odločitvah in tekočem dogajanju.

Operativni cilji zadolževanja so bili določeni v programih financiranja za leti 2013 in 2014, in sicer z določitvijo instrumentov zadolževanja. Programa financiranja sta ob primarnem instrumentu, to je javna izdaja obveznic na sindiciran način, dopuščala tudi alternativne instrumente zadolževanja. Vlada Republike Slovenije je s tem Ministrstvu za finance dala precej široka pooblastila glede izbire načina zadolžitve, vendar pri tem ni postavila konkretnjših usmeritev, iz katerih bi izhajalo, kakšna tveganja sme Ministrstvo za finance prevzeti, da bi doseglo čim nižje stroške zadolžitve, in kakšno strukturo portfelja naj pri tem skuša doseči. S tem mu je bila omogočena večja prožnost pri izvajanju poslov zadolževanja, vendar pa to hkrati zahteva prevzemanje večje odgovornosti odločevalcev in strokovnih služb Ministrstva za finance.

Računsko sodišče je preverilo tudi skladnost načrtovanja zadolževanja z novimi obveznicami s strateškimi in z operativnimi cilji. Po mnenju računskega sodišča je Ministrstvo za finance odločitve za izvedbo zadolžitve z novoizdanimi obveznicami v letu 2013 in prvi polovici leta 2014 sprejelo ob ustreznem upoštevanju izvedenih analiz. Zadolžitve je načrtovalo tako, da je skušalo kar najbolj minimizirati izpostavljenost dolga tržnim tveganjem. V začetku leta 2013 je obstajala možnost ugodnejše zadolžitve, kot je bila na koncu realizirana, vendar v tem obdobju Program financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013 še ni bil sprejet. Poleg tega bi morale Ministrstvo za finance tudi po njegovem sprejemu za izvedbo zadolžitve z obveznico imeti soglasje Vlade Republike Slovenije, ki pa ga ni dobilo. Zaradi takratne politične nestabilnosti pričakovani odziv mednarodnih finančnih trgov na morebitno izdajo obveznic verjetno ne bi bil pozitiven.

Računsko sodišče je od Vlade Republike Slovenije in Ministrstva za finance zahtevalo *predložitev odzivnih poročil*, v katerih morata izkazati popravljalne ukrepe. Popravljalni ukrepi se morajo nanašati na pripravo načrtov aktivnosti za sprejem protokolov komunikacije, opredelitev postopka priprave letnega programa financiranja in analize dejanskega obsega dela, ki je povezan z izvedbo poslov zadolževanja in z upravljanjem z dolgom državnega proračuna.

Računsko sodišče je Vladi Republike Slovenije in Ministrstvu za finance podalo več *priporočil*, ki se nanašajo na oblikovanje srednjeročne strategije zadolževanja, izvedbo stresnih testov in dokumentiranje podlag in dejavnikov za pripravo letnega programa financiranja.

KAZALO

1. UVOD	8
1.1 OPREDELITEV REVIZIJE	8
1.2 REVIZIJSKI PRISTOP	9
1.3 PREDSTAVITEV REVIDIRANCEV	9
1.3.1 Vlada Republike Slovenije.....	9
1.3.2 Ministrstvo za finance.....	10
1.4 PODROČJE REVIZIJE	11
1.4.1 Zadolževanje	11
1.4.2 Stanje dolga državnega proračuna.....	12
1.5 NAČRTOVANJE ZADOLŽEVANJA.....	14
1.5.1 Urejenost načrtovanja zadolževanja z ustreznimi dokumenti	16
1.6 POTREBE PO ZADOLŽEVANJU IN RAZDOLŽEVANJE	16
1.6.1 Razlogi za zadolževanje	16
1.6.2 Pravni okvir Evropske unije o izogibanju čezmernemu primanjkljaju	19
1.6.3 Postopek odprave čezmernega primanjkljaja	21
1.6.4 Ukrepi Republike Slovenije na področju razdolževanja	21
2. UGOTOVITVE	25
2.1 CILJI ZADOLŽEVANJA.....	25
2.1.1 Strateški cilji zadolževanja v Republiki Sloveniji	25
2.1.2 Srednjeročna strategija zadolževanja	30
2.1.2.1 Sprejem srednjeročne strategije zadolževanja	32
2.1.2.2 Usmeritve glede še sprejemljivih tveganj	33
2.1.2.3 Izvajanje analiz in presoja alternativnih strategij.....	36
2.1.2.4 Tok informacij.....	44
2.1.3 Operativni cilji zadolževanja.....	45
2.1.4 Spremembe razmer in prilagoditev ciljev.....	49
2.1.4.1 Preverjanje strateških ciljev	49
2.1.4.2 Preverjanje operativnih ciljev	50
2.2 NAČRTOVANJE IZDAJE OBVEZNIC	52

2.2.1	Postopek izdaje obveznice na sindiciran način	52
2.2.2	Izvajanje analiz in napovedovanje izdaj	55
2.2.3	Obveznice, izdane v letu 2013	57
2.2.4	Obveznice Republike Slovenije, izdane v prvi polovici leta 2014.....	62
3.	MNENJE	66
4.	ZAHTEVA ZA PREDLOŽITEV ODZIVNEGA POROČILA	69
5.	PRIPOROČILA	71
6.	PRILOGA	73

1. UVOD

Revizijo uspešnosti načrtovanja zadolževanja v letu 2013 in prvi polovici leta 2014 smo izvedli na podlagi Zakona o računskem sodišču¹ (v nadaljevanju: ZRacS-1) in Poslovnika Računskega sodišča Republike Slovenije². Sklep o izvedbi revizije³ je bil izdan 26. 5. 2014.

Pristojnost računskega sodišča je na podlagi opravljene revizije podati mnenje o uspešnosti poslovanja Vlade Republike Slovenije (v nadaljevanju: vlada) in Ministrstva za finance (v nadaljevanju: ministrstvo) na področju načrtovanja zadolževanja. Revizijo smo opravili v skladu z mednarodnimi revizijskimi standardi, ki jih določa Napotilo za izvajanje revizij⁴. Revizijo smo načrtovali in izvedli tako, da smo pridobili zadostna in ustrezna zagotovila za izrek mnenja.

1.1 Opredelitev revizije

Predmet revizije je bila uspešnost načrtovanja zadolževanja vlade in ministrstva v letu 2013 in prvi polovici leta 2014. Revizija se nanaša na proces načrtovanja zadolževanja državnega proračuna.

Cilj revizije je bil izrek mnenja o uspešnosti načrtovanja zadolževanja vlade in ministrstva v letu 2013 in prvi polovici leta 2014.

Da bi lahko izrekli mnenje, smo si zastavili naslednje glavno vprašanje, *ali je bilo načrtovanje zadolževanja državnega proračuna uspešno*.

Odgovor na glavno vprašanje smo oblikovali s pomočjo odgovorov na naslednja podvprašanja:

- ali je bila oblikovana srednjeročna strategija zadolževanja;
- ali je bil letni program financiranja usklajen s strategijo oziroma s strateškimi cilji zadolževanja;
- ali je bila posamezna zadolžitev z novimi obveznicami načrtovana v skladu s strateškimi in z operativnimi cilji zadolževanja;
- ali je ministrstvo analiziralo ustreznost strategije zadolževanja in ciljev.

¹ Uradni list RS, št. 11/01, 109/12.

² Uradni list RS, št. 91/01.

³ Št. 320-7/2014/2.

⁴ Uradni list RS, št. 43/13.

1.2 Revizijski pristop

Revizijo smo izvedli tako, da smo zbirali, pregledovali in proučevali revizijske dokaze, povezane z načrtovanjem zadolževanja. Pri tem smo uporabili predvsem naslednje kvalitativne in kvantitativne metode in tehnike revidiranja:

- proučevanje pravnih in drugih strokovnih podlag, ki se nanašajo na predmet revizije;
- pregled in ocena pridobljenih podatkov in informacij revidirancev;
- intervjuji pri revidirancih;
- proučitev gradiv in postopkov ter primerjava s priporočeno prakso Svetovne banke in Mednarodnega denarnega sklada;
- analiziranje in primerjava javno objavljenih podatkov in podatkov, pridobljenih od revidirancev.

1.3 Predstavitev revidirancev

1.3.1 Vlada Republike Slovenije

V skladu z Zakonom o Vladi Republike Slovenije⁵ (v nadaljevanju: ZVRS) je vlada organ izvršilne oblasti in najvišji organ državne uprave Republike Slovenije, ki v skladu z ustavo, zakoni in drugimi splošnimi akti Državnega zbora Republike Slovenije (v nadaljevanju: državni zbor) določa, usmerja in usklajuje izvajanje politike države. Zato izdaja predpise in sprejema druge pravne, politične, ekonomske, finančne, organizacijske in druge ukrepe za zagotavljanje razvoja države in urejenosti razmer na vseh področjih v pristojnosti države.

V skladu s 4. členom ZVRS je vlada odgovorna za izvajanje zakonov in drugih predpisov državnega zbora ter za celotno delovanje državne uprave. Vlada usmerja državno upravo prek ministrov, nadzoruje delo ministrstev, jim daje smernice za izvajanje politike in izvrševanje zakonov, drugih predpisov in splošnih aktov ter skrbi, da ministrstva usklajeno izvršujejo svoje naloge. Lahko zadrži izvršitev predpisa ministra, če oceni, da ni v skladu z ustavo, z zakonom ali z drugim predpisom državnega zbora ali z njenim predpisom. Poleg tega odloča o sporih glede pristojnosti med ministrstvi ter med ministrstvi in nosilci javnih pooblastil⁶. Vlada dela in odloča na sejah⁷. Kadar ne odloči z drugim aktom, sprejme vlada sklep⁸.

V zvezi z zadolževanjem ima vlada pristojnosti posebej opredeljene z Zakonom o javnih financah⁹ (v nadaljevanju: ZJF). Iz 84. člena ZJF namreč izhaja, da se posli v zvezi z državnim dolgom sklepajo na podlagi letnega programa financiranja proračuna, ki ga sprejme vlada.

Za delo vlade kot kolegijskega organa so v skladu z drugim odstavkom 4. člena ZVRS skupno odgovorni vsi ministri. Predsednik vlade vodi in usmerja delo vlade, skrbi za enotnost politične in upravne usmeritve

⁵ Uradni list RS, št. 24/05-UPB1, 109/08, 8/12, 21/13.

⁶ 5. člen ZVRS.

⁷ Prvi odstavek 16. člena ZVRS.

⁸ Šesti odstavek 21. člena ZVRS.

⁹ Uradni list RS, št. 11/11-UPB4 (14/13-popr.), 101/13.

vlade, usklajuje delo ministrov, predstavlja vlado ter sklicuje in vodi njene seje. V skladu s 115. členom Ustave Republike Slovenije¹⁰ s prenehanjem funkcije predsednika vlade preneha funkcija vlade kot celote.

V obdobju, na katero se nanaša revizija, in med izvajanjem revizije so vlado vodili:

- Janez Janša, predsednik vlade, od 10. 2. 2012 do 20. 3. 2013;
- mag. Alenka Bratušek, predsednica vlade, od 20. 3. 2013 do 18. 9. 2014 in
- dr. Miro Cerar, predsednik vlade, od 18. 9. 2014.

1.3.2 Ministrstvo za finance

Ministrstvo v skladu z 29. členom Zakona o državni upravi¹¹ opravlja naloge na področju makroekonomske politike in koordinacije strukturnih reform, zakladništva, javnega računovodstva, proračuna, javnih naročil, davčnega in carinskega sistema, javnofinančnih prihodkov in finančnega sistema, finančnega premoženja, poroštev, zadolževanja javnega sektorja, javno-zasebnega partnerstva, preglednosti finančnih odnosov, preprečevanja in odkrivanja pranja denarja, prirejanja iger na srečo, državnih pomoči ter makroekonomskih analiz in napovedi.

Ministrstvo v skladu s sprejeto politiko vodi in predstavlja minister za finance (v nadaljevanju: minister). Minister daje politične usmeritve za delo ministrstva in organov v njegovi sestavi, nadzoruje njihovo delo, izdaja predpise in druge akte iz pristojnosti ministrstva in organov v njegovi sestavi ter opravlja druge naloge, ki jih določa zakon ali drug predpis¹².

Naloge na področju zadolževanja državnega proračuna izvaja Direktorat za zakladništvo. Njegove naloge obsegajo upravljanje likvidnosti državnega proračuna, upravljanje denarnih sredstev enotnega zakladniškega računa države, upravljanje z dolgom državnega proračuna, servisiranje dolga državnega proračuna, vodenje računovodstva področja upravljanja denarnih sredstev enotnega zakladniškega računa države, pripravo konsolidirane premoženjske bilance države in občin ter sodelovanje pri usmerjanju razvoja plačilnega prometa proračunskih uporabnikov. Direktorat za zakladništvo je razdeljen na tri sektorje, in sicer Sektor za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti, Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko in Sektor za zaledne operacije in glavne knjige zakladnice. Sektor za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti izvaja ključne operacije v zvezi z zadolževanjem, saj izvede vse postopke zadolževanja, s katerimi se zagotavljajo sredstva v dovolj velikem obsegu za nemoteno izvrševanje proračuna. Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko sodeluje, oblikuje in soodloča pri pripravi predlogov strategij in izhodišč zadolževanja. Njegova naloga je tudi upravljanje s tveganji in z dolgom državnega proračuna. Tudi Sektor za zaledne operacije in glavne knjige zakladnice opravlja naloge na področju zadolževanja, in sicer izvaja naloge na področju upravljanja s portfeljem dolga državnega proračuna, sodeluje pri pripravi in izvrševanju proračuna za področje dolga države in pri oblikovanju in vzdrževanju sistema funkcionalnosti podatkovne baze dolga državnega proračuna.

¹⁰ Uradni list RS, št. 33I/91, 42/97, 66/00, 24/03, 69/04, 68/06, 47/13.

¹¹ Uradni list RS, št. 113/05-UPB4, 48/09, 21/12, 47/13, 12/14.

¹² 18. člen ZVRS.

Odgovorne osebe ministrstva v obdobju, na katero se nanaša revizija, in med izvajanjem revizije so:

- dr. Janez Šušteršič, minister za finance, do 31. 1. 2013;
- Janez Janša, začasno odgovoren za vodenje Ministrstva za finance, od 31. 1. do 20. 3. 2013;
- dr. Uroš Čufer, minister za finance, od 20. 3. 2013 do 18. 9. 2014 in
- dr. Dušan Mramor, minister za finance, od 18. 9. 2014.

1.4 Področje revizije

1.4.1 Zadolževanje

Zadolževanje bi lahko opredelili kot izvajanje operacij, s katerimi se zagotavljajo manjkajoča sredstva za financiranje presežka izdatkov nad prejemki. V ZJF je zadolževanje opredeljeno kot črpanje posojila ali izdaja vrednostnih papirjev za financiranje primanjkljaja in za odplačilo glavnice dolga¹³. V ZJF je tudi pojem likvidnostnega zadolževanja, ki je opredeljen kot črpanje kratkoročnega posojila oziroma izdaja kratkoročnega vrednostnega papirja za financiranje začasnega primanjkljaja denarnih sredstev, ki je posledica neusklajenega gibanja prejemkov in izdatkov proračuna¹⁴.

V ZJF in Zakonu o ukrepih Republike Slovenije za krepitev stabilnosti bank¹⁵ (v nadaljevanju: ZUKSB) so opredeljeni nameni, za katere se država lahko zadolžuje. V skladu z ZJF se država lahko zadolži za:

- izvrševanje državnega proračuna v tekočem proračunskem letu do višine primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov, računa finančnih terjatev in naložb in odplačila glavnice dolga, ki zapadejo v plačilo v tekočem proračunskem letu in do višine, potrebne za odplačilo glavnice dolga državnega proračuna, ki zapadejo v plačilo v prihodnjih dveh proračunskih letih¹⁶;
- izvajanje intervencij na sekundarnem trgu lastnih dolžniških vrednostnih papirjev¹⁷;
- potrebe likvidnosti¹⁸ in
- vračilo državnega dolga pred njegovo dospelostjo ali za odkup lastnih vrednostnih papirjev¹⁹.

V skladu z ZUKSB se država lahko zadolži za financiranje:

- ukrepov po ZUKSB, ki jih izvaja Družba za upravljanje terjatev bank²⁰;
- poroštev za krepitev stabilnosti bank²¹ in
- poroštev za obveznosti bank do Banke Slovenije zaradi črpanja neposrednega posojila v skrajni sili²².

¹³ 18. točka 3. člena ZJF.

¹⁴ 19. točka 3. člena ZJF.

¹⁵ Uradni list RS, št. 105/12.

¹⁶ Prvi odstavek 81. člena ZJF.

¹⁷ Tretji odstavek 81. člena ZJF.

¹⁸ Četrty odstavek 81. člena ZJF.

¹⁹ 82. člen ZJF.

²⁰ 14. člen ZUKSB.

²¹ Tretji odstavek 22. člena ZUKSB.

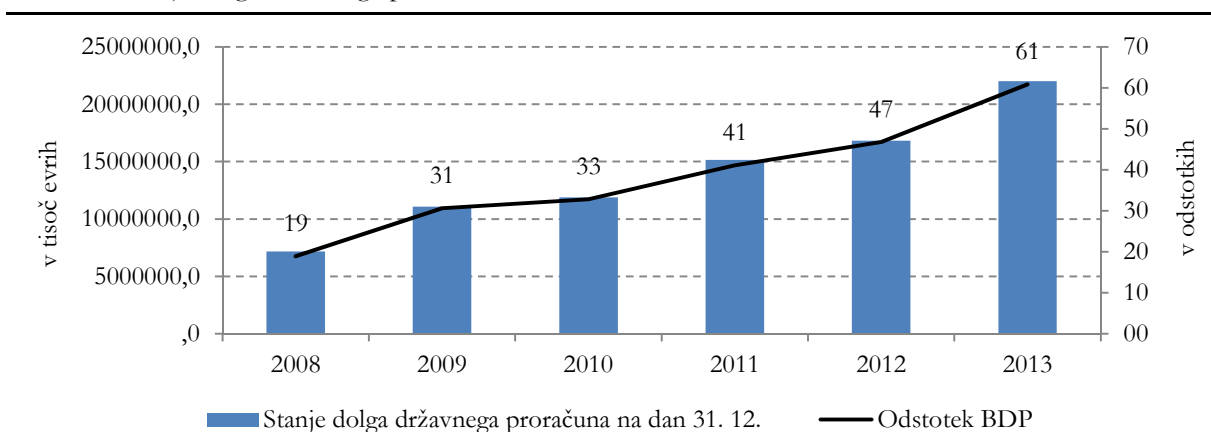
²² Tretji odstavek 24. člena ZUKSB.

V skladu s 5. členom ZJF se obseg zadolževanja pri izvrševanju proračuna za posamezno leto določi z zakonom o izvrševanju državnega proračuna. Ob koncu leta 2013 in v letu 2014 je lahko država na podlagi četrtega odstavka 81.b člena ZJF porabila sredstva iz zadolževanja tudi za pridobitev kapitalskih naložb v bankah in hranilnicah za zagotovitev stabilnosti finančnega sistema.

1.4.2 Stanje dolga državnega proračuna

Dolg državnega proračuna na dan 31. 12. 2012 je znašal 16.836 milijonov evrov, kar je predstavljalo 46,8 odstotka bruto domačega proizvoda²³ (v nadaljevanju: BDP). V letu 2013 in prvi polovici leta 2014 se je stanje dolga državnega proračuna zvišalo za 8.472 milijonov evrov, tako da je obseg dolga na dan 30. 6. 2014 znašal 25.309 milijonov evrov.

Slika 1: Gibanje dolga državnega proračuna²⁴



Vira: Bilten javnih financ, september 2014 in podatki Statističnega urada Republike Slovenije (v nadaljevanju: SURS).

Za lažjo ponazoritev stanja zadolženosti v nadaljevanju navajamo kazalnike, ki prikazujejo razvoj dolga državnega proračuna in zmožnosti odplačevanja dolga.

²³ BDP v tekočih cenah je v letu 2012 znašal 36.006 milijonov evrov.

²⁴ Dolga državnega proračuna ne smemo enačiti z dolgom institucionalnega sektorja država po metodologiji ESA 95, ki se upošteva za ugotavljanje, ali država članica spoštuje referenčni prag za višino dolga (60 odstotkov BDP), kot ga določajo predpisi Evropske unije. Dolg institucionalnega sektorja država zajema druge institucionalne enote in je izračunan po drugačni metodologiji kot dolg državnega proračuna, ki je prikazan na sliki 1. Na dan 31. 12. 2013 je dolg institucionalnega sektorja država znašal 70,4 odstotka BDP. ESA 95 je Evropski sistem računov iz leta 1995, ki povzema metodologijo Sistema nacionalnih računov 1993. Glavno vodilo obeh sistemov je izdelava celotnih sektorskih, podsektorskih in medsektorskih računov za celotno gospodarstvo posamezne države. ESA 95 je obvezen statistični standard v Evropski uniji. Od septembra 2014 se kot nov obvezen računovodski in statistični okvir uporablja metodologija ESA 2010.

Tabela 1: Kazalniki²⁵, ki prikazujejo razvoj dolga in zmožnosti odplačevanja dolga, na dan 31. 12. 2012 in 31. 12. 2013

Kazalnik	v odstotkih	
	31. 12. 2012	31. 12. 2013
Dolg/BDP	46,9	61,7
Povečanje dolga v letu/BDP	4,75	14,6
Dolg/prihodki proračuna države ²⁶	213,5	282,7
Dolg/davčni prihodki proračuna države	258,9	356,3

Viri: Bilten javnih financ, junij 2014, zaključna računa proračuna Republike Slovenije za leti 2012 in 2013 ter podatki SURS.

Povečanje navedenih kazalnikov na dan 31. 12. 2013 v primerjavi z letom poprej kaže na poslabšanje finančnega položaja države. Kazalniki so se povečali zaradi povečanja dolga državnega proračuna v letu 2013 in zmanjšanja virov²⁷ za odplačilo dolga v tem letu. Iz kazalnikov²⁸ je razvidno, da za odplačilo dolga državnega proračuna glede na stanje na dan 31. 12. 2013 potrebujemo skoraj trikrat toliko sredstev, kot je bilo prihodkov proračuna v letu 2013. To torej pomeni, če bi bil državni proračun namenjen le za odplačilo dolgov in ne bi bila iz njega za druge namene izplačana nobena sredstva, bi potrebovali skoraj tri leta, da bi zbrali dovolj velik obseg sredstev za poplačilo vseh dolgov.

Veliko breme za državni proračun predstavljajo tudi obresti od dolga državnega proračuna. V letu 2013 so te znašale 827 milijonov evrov, kar predstavlja 10,6 odstotka prihodkov državnega proračuna oziroma 13,4 odstotka davčnih prihodkov.

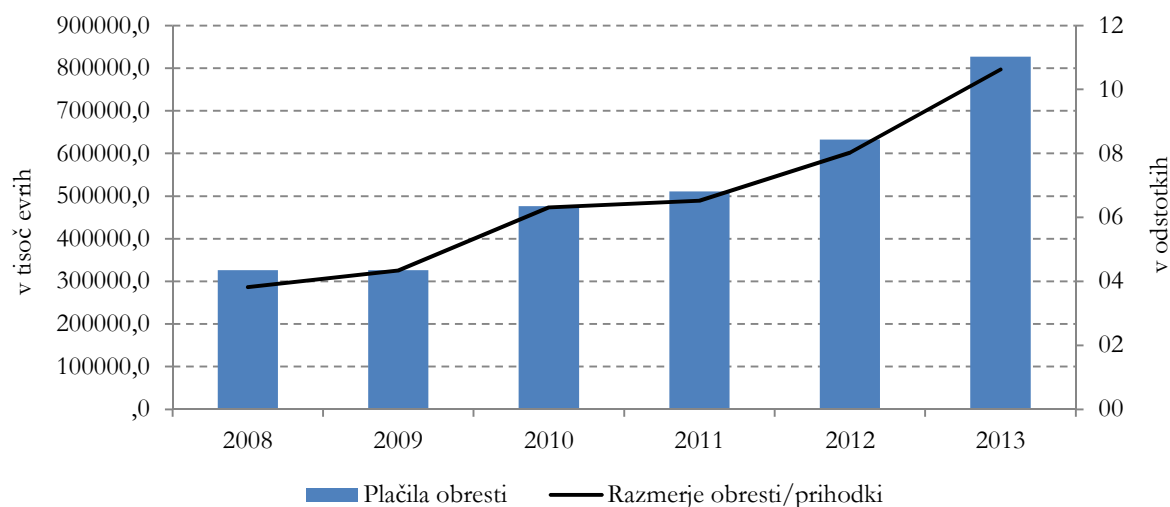
²⁵ Vrste kazalnikov so povzete po mednarodnih revizijskih standardih (*International Standards of Supreme Audit Institutions*, v nadaljevanju: *ISSAI*): *ISSAI 5422*, *ISSAI 5411* in *Developing a Medium-Term Debt Management Strategy – Guidance Note for Country Authorities*, *The World Bank*, *International Monetary Fund*, 2009 (v nadaljevanju: *Developing MTD*).

²⁶ Vključeni so samo prihodki bilance prihodkov in odhodkov, kazalnik ne zajema prejemkov bilance finančnih terjatev in naložb, ki so v letu 2013 znašali zgolj 12 milijonov evrov. Prav tako niso upoštevani prejemki iz zadolževanja.

²⁷ V letu 2013 se je v primerjavi z letom poprej BDP znižal za 1 odstotek. BDP ni vir za odplačilo dolga, vendar pa njegov obseg vpliva na zmožnost države za pridobivanje sredstev za odplačilo dolga.

²⁸ V nadaljevanju so predstavljene popolnoma hipotetične ponazoritve, namenjene predvsem za prikaz, kaj pomeni vrednost posameznega kazalnika. Dejansko se dolg zmanjšuje s presežkom prihodkov nad odhodki oziroma z ugodnim razmerjem med gibanjem BDP in saldom javnih financ.

Slika 2: Plačila obresti in razmerje med plačili obresti in prihodki državnega proračuna



Viri: zaključni računi proračuna Republike Slovenije za posamezna leta.

Tabela 2: Kazalniki²⁹, ki prikazujejo, kakšno breme za državni proračun predstavljajo obresti v letih 2012 in 2013

Kazalnik	v odstotkih	
	2012	2013
Obresti/BDP	1,8	2,3
Obresti/prihodki proračuna države	8,0	10,6
Obresti/davčni prihodki proračuna države	9,7	13,4

Viri: zaključna računa proračuna Republike Slovenije za leti 2012 in 2013 ter podatki SURS.

V Rebalansu proračuna Republike Slovenije za leto 2014³⁰ je bilo za plačilo obresti načrtovanih 1.090 milijonov evrov³¹, kar predstavlja 12,7 odstotka načrtovanih proračunskih prihodkov v letu 2014³².

1.5 Načrtovanje zadolževanja

V skladu s teoretičnimi makroekonomskimi izhodišči je zadolževanje lahko učinkovito orodje za zagotavljanje ekonomskega razvoja in za pravično medgeneracijsko porazdelitev bremena tega razvoja. Z javnim zadolževanjem se lahko namreč prek investicij povečata proizvodnja kot tudi povpraševanje sedanje in prihodnjih generacij, breme pa se razporedi med sedanjo in prihodnje generacije. Vendar se z zadolževanjem država izpostavlja več tveganjem, še posebej, če zadolževanje oziroma dolg ni ustrezno

²⁹ Tako kot opomba 25.

³⁰ Uradni list RS, št. 84/14.

³¹ Za področje socialne varnosti je na primer načrtovanih 980 milijonov evrov.

³² V letu 2014 sta bila predvidena 8.602 milijona evrov proračunskih prihodkov.

upravljan³³. Neustrezno zadolževanje³⁴ bistveno zmanjša manevrski prostor za ukrepanje države v obdobju gospodarskih ali finančnih kriz, ko je proticiklično delovanje države najbolj potrebno³⁵. Poleg obsega dolga, ki v veliki meri vpliva na zmožnost proticikličnega delovanja, je pomembna tudi struktura dolga, saj je zaradi nje dolg države bolj ali manj ranljiv oziroma izpostavljen tveganjem. Zato je pomembno, da država zadolževanje ustrezno načrtuje, tako da si postavi cilje na različnih ravneh in z zasledovanjem teh ciljev dosega želeno strukturo dolga. Cilji se lahko postavljajo na več ravneh, pri čemer je smiselno, da se cilji na najvišji, strateški ravni tudi sprejmejo na najvišji ravni odločanja (na primer na ravni vlade), medtem ko se cilji na nižjih ravneh, ki so lahko operativne narave, lahko sprejemajo tudi na ravni hierarhično nižjega organa (na primer ministrstva).

Kot ključen strateški cilj zadolževanja, kot je opredeljen v strokovnih gradivih mednarodnih finančnih organizacij³⁶, je mogoče opredeliti zagotovitev dovolj velikega obsega finančnih sredstev za financiranje vseh proračunskih potreb po najnižjih možnih stroških na srednjeročni in dolgoročni ravni ob še razumni izpostavljenosti tveganjem³⁷. Cilj nizkih stroškov zadolževanja in izpostavljenost tveganjem je treba uravnovesiti, saj lahko nižji stroški zadolževanja pomenijo tudi izpostavljenost večjim tveganjem. Zato takšen cilj zahteva še nadaljnjo usmeritev glede tveganj, ki jih organ, pristojen za sprejemanje odločitev glede zadolževanja in izvedbo zadolževanja (v nadaljevanju: organ zadolževanja), sme sprejeti, da bi dosegel čim nižje stroške. Tovrstne usmeritve in s tem tudi poti za doseganje strateških ciljev pa so lahko različne, zato Mednarodni denarni sklad in Svetovna banka priporočata sprejem srednjeročne strategije zadolževanja, ki zasleduje dva poglobljena cilja – organu zadolževanja daje jasno srednjeročno usmeritev za izvajanje zadolževanja, hkrati pa s politiko na področju zadolževanja seznanja kapitalske trge in zainteresirano javnost. Strategija zadolževanja je torej odločitev o tem, kakšni stopnji tveganja se bo država izpostavila pri zadolževanju oziroma kakšno razmerje med izpostavljenostjo tveganju in koristmi od večje stopnje izpostavljenosti (manjši stroški zadolževanja) je še sprejemljivo³⁸. Odločitev glede izpostavljenosti tveganjem se lahko s časom spreminja, zato je treba temu prilagajati tudi strategijo zadolževanja³⁹.

Načrtovanje zadolževanja bi tako lahko razdelili na več faz, ki so podrobneje opisane v revizijskem poročilu:

- določitev dolgoročnih strateških ciljev;

³³ Pojem upravljanje z dolgom je v revizijskem poročilu uporabljen v smislu doseganja ciljev zadolževanja – ne le s posli upravljanja državnega dolga, kot jih v 82. členu opredeljuje ZJF (iz tega člena izhaja, da so posli upravljanja z dolgom tisti posli, ki so vezani na vračilo dolga pred njegovo dospelostjo ali na odkup vrednostnih papirjev, ali posli, vezani na uravnavanje tečajnih in obrestnih tveganj), temveč tudi z vsemi drugimi aktivnostmi, ki prispevajo k doseganju ciljev.

³⁴ To je na primer zadolževanje, ki ni prilagojeno cikličnim gibanjem (povečevanje obsega dolga v času ugodnih gospodarskih razmer), in zadolževanje, posledica katerega je visoko tvegana struktura dolžniškega portfelja. To je na primer tudi zadolževanje, ko v dolgoročnem obdobju obseg javnega dolga raste hitreje kot BDP.

³⁵ Povzeto po *Draft Practical Guide for Auditing Public Debt Management*, IDI-WGPD Transregional Programme for Public Debt Management Audit, 2011.

³⁶ Pod tem pojmom v revizijskem poročilu razumemo predvsem organizacije, kot so Mednarodni denarni sklad, Svetovna banka in Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj.

³⁷ Povzeto po *Guidelines for Public Debt Management*, The World Bank, International Monetary Fund, 2003.

³⁸ Povzeto po *Guide to the Debt Management Performance Assessment Tool*, Economic Policy and Debt Department, The World Bank, 2009. Podobno tudi ISSAI 5422, 4. poglavje.

³⁹ *Debt Management Performance Assessment Tool*, The World Bank, 2009 (v nadaljevanju: *DeMPA Tool*).

- sprejem srednjeročne strategije zadolževanja oziroma sprejem srednjeročnih usmeritev za organ zadolževanja;
- sprejem letnih, operativnih ciljev in
- načrtovanje posamezne zadolžitve.

1.5.1 Urejenost načrtovanja zadolževanja z ustreznimi dokumenti

Na podlagi analize dejanske ureditve načrtovanja zadolževanja državnega proračuna in sprejetih dobrih praks mednarodnih institucij ugotavljamo, da je urejenost načrtovanja zadolževanja državnega proračuna mogoče izboljšati. Kot je razvidno iz tabele 3, podrobno pa predstavljeno v točki 2. tega poročila, bi s sprejetjem teh dokumentov kakor tudi s podrobnejšo opredelitvijo določenih elementov (na primer operativnih ciljev) zagotovili ustrezno razmejitev odgovornosti in pristojnosti med vlado in ministrstvom ter tako še okrepili mehanizme za obvladovanje inherentnih tveganj na področju zadolževanja države.

Tabela 3: Dokumenti, povezani z načrtovanjem zadolževanja – trenutno stanje in priporočljivo stanje po mnenju računskega sodišča

	Trenutno stanje	Priporočljivo stanje
Strateški cilji	Opredeljeni v programih financiranja državnega proračuna in Strategiji Ministrstva za finance.	Opredeljeni v srednjeročni strategiji zadolževanja Republike Slovenije ali drugem dokumentu.
Srednjeročno načrtovanje	Elementi srednjeročnega načrtovanja so delno opredeljeni v programih financiranja državnega proračuna in v Strategiji Ministrstva za finance.	Srednjeročna strategija zadolževanja Republike Slovenije, ki jo sprejme vlada – poda način, kako doseči strateške cilje, usmeritve glede obvladovanja tveganj.
Operativno načrtovanje	Programi financiranja državnega proračuna – operativni cilji niso kvantificirani, merljivi.	Operacionalizacija, konkretizacija srednjeročne strategije zadolževanja bodisi v programih financiranja državnega proračuna bodisi v drugih dokumentih.

1.6 Potrebe po zadolževanju in razdolževanje

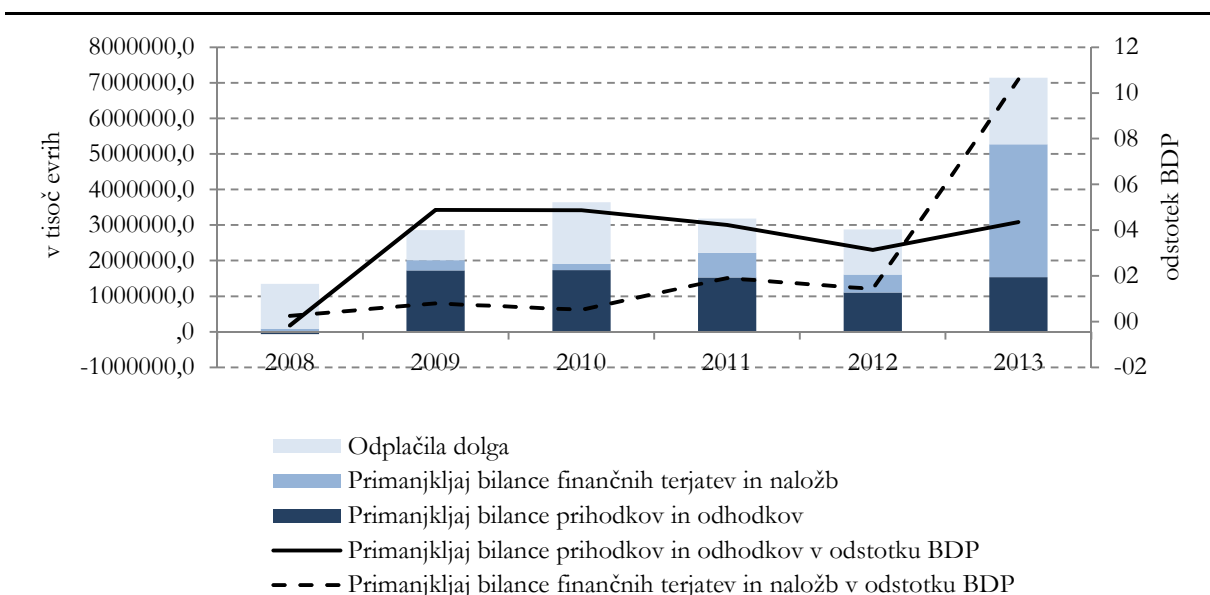
1.6.1 Razlogi za zadolževanje

Države se zadolžujejo predvsem za odplačilo starih dolgov, kritje primanjkljaja, naložbe in za nepredvidene dogodke⁴⁰. V skladu z ZJF se država zadolžuje za financiranje primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov, računa finančnih terjatev in naložb ter za odplačilo glavnice dolga.

⁴⁰ Na primer kategorija Sanacija po naravnih nesrečah, v katero se uvršča tudi reševanje bank za normalizacijo delovanja bančnega sistema.

Za financiranje primanjkljajev bilance prihodkov in odhodkov, računa finančnih terjatev in naložb ter za odplačila glavnice dolga je bilo v obdobju od leta 2008 do leta 2013 treba zagotoviti nekaj več kot 20.985 milijonov evrov. Obseg zadolžitve pa je bil še za 1.136 milijonov evrov večji, saj se je za ta znesek v tem obdobju povečalo stanje sredstev na računu⁴¹. Največji delež sredstev od zadolževanja, to je 35,9 odstotka vseh sredstev, je bil namenjen odplačilu starih dolgov, skoraj toliko, to je 34,2 odstotka sredstev, pa je bilo namenjenih kritju primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov (proračunski primanjkljaj). Delež zadolžitve za kritje primanjkljaja računa finančnih terjatev in naložb je znašal 24,8 odstotka vseh sredstev zadolžitve. Od tega je nekaj več kot 68 odstotkov primanjkljaja nastalo v letu 2013, ko je država sredstva vložila v dokapitalizacijo bank za zagotovitev stabilnosti finančnega sistema.

Slika 3: Primanjkljaj državnega proračuna in odplačila dolga v nominalni vrednosti* in v razmerju do BDP**



Opomba: * - stolpci, ** - črti.

Viri: zaključni računi proračuna Republike Slovenije za posamezna leta.

Največje posledice za vzdržnost dolga v obdobju od leta 2008 do leta 2013 imajo vsakoletni primanjkljaji bilance prihodkov in odhodkov in enkratni dogodki, kot je dokapitalizacija bank za zagotovitev stabilnosti finančnega sistema v letu 2013. Zadolževanje za odplačilo dolgov ne vpliva na povečanje obsega dolga, ga pa tudi ne zmanjšuje. Ta je v vseh letih od leta 2009 znašal več kot 3 odstotke BDP oziroma v vseh teh letih, razen v letu 2012, celo več kot 4 odstotke BDP. Proračunski primanjkljaj je tako stalen generator dolga proračuna, za odpravo katerega je treba sprejeti ukrepe, ki bodo bodisi zmanjšali odhodke proračuna bodisi povečali prihodke proračuna. Ugodnejše pa je bilo gibanje primarnega proračunskega primanjkljaja⁴², ki je v obdobju od leta 2009 do leta 2012 s 4 odstotkov BDP padel na 1,4 odstotka BDP.

⁴¹ Skupen obseg zadolževanja v tem obdobju je torej znašal 22.121 milijonov evrov.

⁴² Primarni proračunski primanjkljaj je proračunski primanjkljaj brez upoštevanja plačil obresti in prihodkov od obresti.

V letu 2013 je nato ponovno narasel na 2,1 odstotka BDP. Iz navedenega izhaja, da je plačilo obresti eden izmed ključnih elementov, ki primanjkljaj državnega proračuna ohranja na relativno visoki ravni. Če želi država zmanjšati proračunski primanjkljaj, mora vložiti še dodaten fiskalni napor pri drugih vrstah odhodkov, da pokrije tudi stroške obresti.

Tabela 4: Zadolževanje ter odplačila dolga in obresti državnega proračuna

	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2010	Leto 2011	Leto 2012	Leto 2013
Prihodki, v milijonih evrov	8.535	7.531	7.550	7.833	7.887	7.779
Zadolževanje, v milijonih evrov	1.016	4.739	2.525	3.886	2.947	7.008
Odplačila dolga in obresti, v milijonih evrov	1.578	1.175	2.207	1.417	1.901	2.698
• odplačila dolga	1.252	849	1.730	960	1.269	1.871
• plačila obresti	326	326	477	511	633	827
Delež zadolževanja v prihodkih, v odstotkih	11,9	62,9	33,4	49,6	37,4	90,1
Delež odplačila dolga in obresti v prihodkih, v odstotkih	18,5	15,6	29,2	18,8	24,1	34,7

Viri: zaključni računi proračuna Republike Slovenije za posamezna leta.

Iz Pasinettijeve⁴³ opredelitve vzdržne fiskalne politike izhaja, da mora država, ki je zadolžena in želi voditi vzdržno fiskalno politiko, prej ali slej doseči primarni presežek. Od obrestne mere dolga in stopnje rasti BDP je odvisno, ali bo delež dolga v BDP ostajal na enaki ravni ali se bo zmanjševal. Ustvarjanje primarnega presežka je tako prvi korak k razdolževanju države. Vendar pa iz opredelitve obenem izhaja, da lahko država vodi vzdržno fiskalno politiko ali se celo razdolžuje tudi ob ustvarjanju negativnega salda, če ima dovolj visoko gospodarsko rast. Izračun pokaže, da se dolg države, ki znaša 70 odstotkov ob 4-odstotni nominalni gospodarski rasti in negativnem saldu, manjšem od 2,8 odstotka, relativno zmanjšuje. Ena izmed možnosti za vodenje vzdržne fiskalne politike je torej tudi doseganje visoke gospodarske rasti. Vendar je treba opozoriti, da predstavlja zanašanje na relativno zmanjševanje dolga v letih gospodarske rasti visoko tveganje za razmere v letih gospodarskega upada, saj se takrat razmerje med dolgom in BDP poslabša tudi, če se država v tem času ne zadolžuje za financiranje primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov ali bilance finančnih terjatev in naložb⁴⁴.

⁴³ *Luigi L. Pasinetti, The Myth (of Folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht 'Parameter', Cambridge Journal of Economics 22, 1998.*

⁴⁴ Zadolževanje za odplačilo starega dolga je nevtrarno z vidika nominalnega povečanja dolga.

Z vstopom v Evropsko unijo in še posebej z vstopom v evroobmočje mora Republika Slovenija spoštovati pravila, ki države članice Evropske unije (v nadaljevanju: države članice) zavezujejo k vodenju vzdržne fiskalne politike. Pravila Evropske unije tako predstavljajo obveznost tudi za Republiko Slovenijo, da vodi vzdržno fiskalno politiko, kar ne nazadnje privede do razdolževanja države.

1.6.2 Pravni okvir Evropske unije o izogibanju čezmernemu primanjkljaju

Pogodba o delovanju Evropske unije v 126. členu določa, da se države članice izogibajo čezmernemu primanjkljaju, in tudi pristojnosti Evropske komisije (v nadaljevanju: Komisija), ki preverja, ali države članice spoštujejo posamezne referenčne vrednosti, določene v Protokolu (št. 12) o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ki je priloga k Pogodbi o Evropski uniji⁴⁵ in Pogodbi o delovanju Evropske unije⁴⁶. Ta kot referenčni vrednosti določa 3 odstotke za razmerje med načrtovanim ali dejanskim primanjkljajem sektorja država in BDP po tržnih cenah ter 60 odstotkov za razmerje med dolgom sektorja država in BDP po tržnih cenah. Za doprinos k zdravim javnim financam kot sredstvu za izboljšanje pogojev za stabilnost cen in močno trajnostno rast, ki prispeva k ustvarjanju delovnih mest, je bil sprejet Pakt stabilnosti in rasti (v nadaljevanju: Pakt). Prvotno so ga sestavljale Resolucija o paktu stabilnosti in rasti⁴⁷, kot okvir in politična zaveza držav članic, Komisije in Sveta Evropske unije (v nadaljevanju: Svet) za spoštovanje določil Pakta, in dve uredbi⁴⁸, ki Paktu dajeta pravni okvir in zakonsko moč. Ti uredbi sta bili spremenjeni in dopolnjeni v letu 2005⁴⁹. V letu 2011 je bil sprejet zakonodajni paket šestorček⁵⁰, ki je

⁴⁵ Uradni list EU C, št. 326 z dne 16. 10. 2012 – uradno prečiščeno besedilo.

⁴⁶ Uradni list EU C, št. 326 z dne 16. 10. 2012 – uradno prečiščeno besedilo.

⁴⁷ Uradni list EU C, št. 236 z dne 2. 8. 1997.

⁴⁸ Uredba Sveta št. 1466/97 z dne 7. julija 1997 o okrepitvi nadzora nad proračunskim stanjem ter o nadzoru in usklajevanju gospodarskih politik (Uradni list EU, št. L 209 z dne 2. 8. 1997) in Uredba Sveta št. 1467/97 z dne 7. julija 1997 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (Uradni list EU, št. L 209 z dne 2. 8. 1997).

⁴⁹ Uredba Sveta št. 1055/05 z dne 27. junija 2005 o spremembi Uredbe (ES) št. 1466/97 o okrepitvi nadzora nad proračunskim stanjem ter o nadzoru in usklajevanju gospodarskih politik (Uradni list EU, št. L 174 z dne 7. 7. 2005) in Uredba Sveta št. 1056/05 z dne 27. junija 2005 o spremembi Uredbe (ES) št. 1467/97 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (Uradni list EU, št. L 174 z dne 7. 7. 2005).

⁵⁰ Šestorček sestavljajo naslednji predpisi: Uredba (EU) št. 1173/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o učinkovitem izvrševanju proračunskega nadzora v euroobmočju (Uradni list EU, št. L 306 z dne 23. 11. 2011); Uredba (EU) št. 1174/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o izvršilnih ukrepih za odpravljanje čezmernih makroekonomskih neravnotežij v euroobmočju (Uradni list EU, št. L 306 z dne 23. 11. 2011); Uredba (EU) št. 1175/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o spremembi Uredbe (ES), št. 1466/97 o okrepitvi nadzora nad proračunskim stanjem ter o nadzoru in usklajevanju gospodarskih politik (Uradni list EU, št. L 306 z dne 23. 11. 2011); Uredba (EU) št. 1176/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij (Uradni list EU, št. L 306 z dne 23. 11. 2011); Uredba Sveta (EU) št. 1177/2011 z dne 8. novembra 2011 o spremembi Uredbe (ES) št. 1467/97 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (Uradni list EU, št. L 306 z dne 23. 11. 2011); Direktiva Sveta, št. 2011/85/EU z dne 8. novembra 2011 o zahtevah v zvezi s proračunskimi okviri držav članic (Uradni list EU, št. L 306 z dne 23. 11. 2011).

med drugim reformiral in okrepil Pakt in dal Komisiji in Svetu večje pristojnosti pri fiskalnem nadzoru in izrekanju sankcij glede kršitev določb Pakta. Uveden je bil tudi tako imenovani evropski semester⁵¹.

Korak dlje so države članice naredile s Pogodbo o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji⁵² (v nadaljevanju: pogodba o stabilnosti). Fiskalni del te pogodbe je znan kot '*Fiscal Compact*' in prinaša strožje pravilo glede podpore oziroma izglasovanja ukrepov, ki jih predlaga Komisija. Tako so se države članice zavezale, da bodo v vseh fazah postopka podprle priporočila in ukrepe Komisije zoper državo članico, ki je v postopku odprave čezmernega primanjkljaja, razen če zoper priporočila ali ukrepe glasuje kvalificirana večina držav članic. Poleg tega so se države članice s pogodbo o stabilnosti zavezale, da bodo vnesle fiskalno pravilo, ki opredeljuje srednjeročni fiskalni cilj pri doseganju strukturnega salda⁵³ sektorja država, v zavezujoč pravni akt, po možnosti ustavne narave. Iz pogodbe o stabilnosti izhaja tudi, da morajo pogodbenice zaradi boljšega usklajevanja in načrtovanja izdaje svojih instrumentov Svetu in Komisiji predhodno poročati o svojih načrtih izdaj dolžniških instrumentov.

V letu 2013 je bil sprejet še zakonodajni paket dvojček, ki ga sestavljata dve uredbi⁵⁴. S tem se je še okrepil nadzor na državami članicami, ki za valuto uporabljajo evro. Okrepljeni nadzor naj bi dodatno dopolnil evropski semester za usklajevanje ekonomskih politik in obstoječe določbe Pakta. V okviru postopno okrepljenega nadzora je natančnejše spremljanje zlasti pomembno za države članice, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Z uredbami sta bila uvedena skupni proračunski časovni okvir in presoja predlogov proračunov, ki jih Komisija izvede še pred sprejemom v posamezni državi članici. S tem lahko Komisija preveri, ali je predlog proračuna v skladu s srednjeročnimi proračunskimi cilji in s priporočili, izdanimi v okviru Pakta, po potrebi pa tudi s priporočili, izdanimi v okviru letnega nadzornega

⁵¹ Evropski semester določa okvir za usklajevanje ekonomskih politik, da bi se zagotovila tesnejše usklajevanje ekonomskih politik in trajnostna konvergenca gospodarske uspešnosti držav članic. Zato Svet izvaja večstranski nadzor. Države članice morajo v okviru evropskega semestra Komisiji vsako leto posredovati programe stabilnosti (ali programe konvergence, če še niso prevzele skupne valute) in nacionalne reformne programe. Komisija jih pregleda in Svetu poda priporočila za izrek usmeritev. Države članice morajo te usmeritve upoštevati pri oblikovanju svoje ekonomske, zaposlovalne in proračunske politike pred sprejetjem bistvenih odločitev glede nacionalnega proračuna za naslednja leta. V nasprotnem primeru se lahko državi članici zaradi nespoštovanja usmeritev izrečejo ukrepi, predvideni v uredbah.

⁵² Usklajeno besedilo z dne 31. 1. 2012, [<http://www.european-council.europa.eu/media/579087/treaty.pdf>]. Državni zbor je 19. 4. 2012 sprejel Zakon o ratifikaciji Pogodbe o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji med Kraljevino Belgijo, Republiko Bolgarijo, Kraljevino Dansko, Zvezno republiko Nemčijo, Republiko Estonijo, Irsko, Helensko republiko, Kraljevino Španijo, Francosko republiko, Italijansko republiko, Republiko Ciper, Republiko Latvijo, Republiko Litvo, Velikim vojvodstvom Luksemburg, Madžarsko, Malto, Kraljevino Nizozemsko, Republiko Avstrijo, Republiko Poljsko, Portugalsko republiko, Romunijo, Republiko Slovenijo, Slovaško republiko, Republiko Finsko in Kraljevino Švedsko (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 4/12).

⁵³ Strukturni saldo je saldo, kjer je izločen vpliv cikličnih gibanj. Ne zajema enkratnih in začasnih ukrepov.

⁵⁴ Uredba št. 472/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 o okrepitvi gospodarskega in proračunskega nadzora v državah članicah euroobmočja, ki so jih prizadele ali jim grozijo resne težave v zvezi z njihovo finančno stabilnostjo (Uradni list EU, št. L 140 z dne 27. 5. 2013), in Uredba št. 473/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 o skupnih določbah za spremljanje in ocenjevanje osnutkov proračunskih načrtov ter zagotavljanje zmanjšanja čezmernega primanjkljaja držav članic v euroobmočju (Uradni list EU, št. L 140 z dne 27. 5. 2013).

cikla, vključno s postopkom v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem in z mnenji o programu ekonomskega partnerstva.

1.6.3 Postopek odprave čezmernega primanjkljaja

V letu 2009 je Svet zoper Republiko Slovenijo uvedel postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Po takratnih priporočilih Sveta bi morala Republika Slovenija primanjkljaj sektorja država do leta 2013 znižati pod 3 odstotke BDP, kar pa se ni zgodilo. Zato je Svet v letu 2013 zaradi težjih makroekonomskih razmer od pričakovanih podaljšal rok za odpravo čezmernega primanjkljaja do leta 2015. Pri tem je bil postavljen ciljni primanjkljaj⁵⁵ v letu 2013 v višini 4,9 odstotka BDP, 3,3 odstotka BDP v letu 2014 in 2,5 odstotka BDP v letu 2015, kar naj bi Republika Slovenija dosegla z nadaljevanjem ukrepov za zvišanje prihodkov in zmanjševanje odhodkov, predvsem z zniževanjem mase plač v javnem sektorju in zniževanjem obsega sredstev za socialne transfere. Če ti ukrepi ne bi zadoščali, mora Republika Slovenija uvesti dodatne ukrepe ter tudi nove strukturne ukrepe, ki bodo pripomogli k doseganju ciljnega primanjkljaja v letu 2015.

Ker je Republika Slovenija v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ima dodatne obveznosti do Komisije. Tako mora poleg programa stabilnosti in nacionalnega reformnega programa Komisiji predložiti tudi program ekonomskega partnerstva in v njem navesti ukrepe politike in strukturne reforme za zagotovitev učinkovitega in trajnega zmanjšanja čezmernega primanjkljaja v okviru razvoja nacionalnega programa reform ter programa za stabilnost.

V letu 2014 je Komisija sprejela Priporočila⁵⁶ v zvezi z ukrepi, ki bi jih morala Republika Slovenija sprejeti za zagotovitev pravočasne odprave čezmernega primanjkljaja. Pri tem ugotavlja, da bo dolg sektorja država v letu 2014 presegel 75 odstotkov BDP in da Republika Slovenija ne dosega predvidenega fiskalnega napora, zaradi česar obstaja tveganje, da ne bo odpravila čezmernega primanjkljaja do leta 2015. Zato je Komisija Republiko Slovenijo priporočila, naj sprejme potrebne korake za doseg strukturnih ukrepov, ki jih je priporočal Svet.

Iz navedenega lahko sklepamo, da so zahteve institucij Evropske unije ključne pri zmanjševanju primanjkljaja kot pomembnega generatorja dolga države in s tem tudi pri razdolževanju. Vendar Evropska unija določa zgolj cilj, ki ga mora Republika Slovenija doseči, medtem ko mora ukrepe, s katerimi bo cilje izpolnila, Republika Slovenija določiti sama. Komisija oceni, ali so ti ukrepi ustrezni glede na usmeritve Evropske unije, vendar mora ključne odločitve glede poti, po kateri bo šla, država članica vseeno sprejeti sama.

1.6.4 Ukrepi Republike Slovenije na področju razdolževanja

Uravnotežen proračun v večletnem obdobju je eden izmed nujnih pogojev za dolgoročno vzdržnost javnih financ. To naj bi zagotavljali ukrepi, ki jih Republika Slovenija predstavlja predvsem v programih stabilnosti. V Nacionalnem reformnem programu in Programu ekonomskega partnerstva so predstavljeni

⁵⁵ Primanjkljaj institucionalnega sektorja država po metodologiji ESA 95. Za izpolnjevanje zahtev Pakta se namreč upoštevata celoten primanjkljaj in dolg institucionalnega sektorja država in ne le državnega proračuna, zato so v dokumentih, ki jih Republika Slovenija pripravlja za presojo o izpolnjevanja zahtev Pakta, vedno predstavljeni agregati institucionalnega sektorja država po metodologiji ESA 95.

⁵⁶ C(2014) 150 z dne 5. 3. 2014.

tudi drugi ukrepi za oživitev gospodarske rasti in izboljšanje konkurenčnosti oziroma ukrepi na drugih področjih.

Vpliv državnega proračuna na primanjkljaj in dolg države

V navedenih dokumentih so predstavljene napovedi primanjkljaja in dolga za institucionalni sektor država⁵⁷ po metodologiji ESA 95. Primanjkljaj in dolg enot centralne ravni države⁵⁸ predstavljata največji del primanjkljaja in dolga sektorja država. Tako je v letu 2013 primanjkljaj enot centralne ravni države prispeval skoraj 99 odstotkov celotnega primanjkljaja sektorja država⁵⁹. Podobno je tudi glede dolga enot centralne ravni države, ki predstavlja okrog 97 odstotkov dolga sektorja država. Zato na napovedi dolga sektorja država in primanjkljaja sektorja država najbolj vplivajo ukrepi, ki se nanašajo na uravnavanje primanjkljaja in gibanje dolga državnega proračuna, ki predstavlja največji del primanjkljaja in dolga centralne ravni države.

V skladu z navedbami v Programu stabilnosti – dopolnitev 2014⁶⁰ (v nadaljevanju: PS 2014) se bo primanjkljaj sektorja država v letu 2015 spustil pod referenčno mejo 3 odstotkov BDP in naj bi znašal 2,4 odstotka BDP. Presežek sektorja država naj bi bil po napovedih PS 2014 dosežen v letu 2018, medtem ko naj bi bil primarni saldo sektorja država pozitiven že v letu 2015. Strukturni saldo sektorja država naj bi ostal negativen vse do leta 2018. Glede na navedene podatke se pričakuje, da se bo v letu 2015 dolg sektorja država stabiliziral in se začel postopoma zmanjševati, če ne bo nepredvidenih dogodkov⁶¹.

⁵⁷ Ta obsega štiri blagajne javnega financiranja (državni proračun, proračuni občin, Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije), poleg tega pa še javne zavode, javne agencije in javne sklade, ki se več kot 50-odstotno financirajo iz proračuna na državni ali lokalni ravni, Kapitalsko družbo v obveznem delu zavarovanja, Slovensko odškodninsko družbo in ostale pravne osebe, ki več kot 50 odstotkov sredstev pridobijo iz državnega proračuna ali proračunov občin.

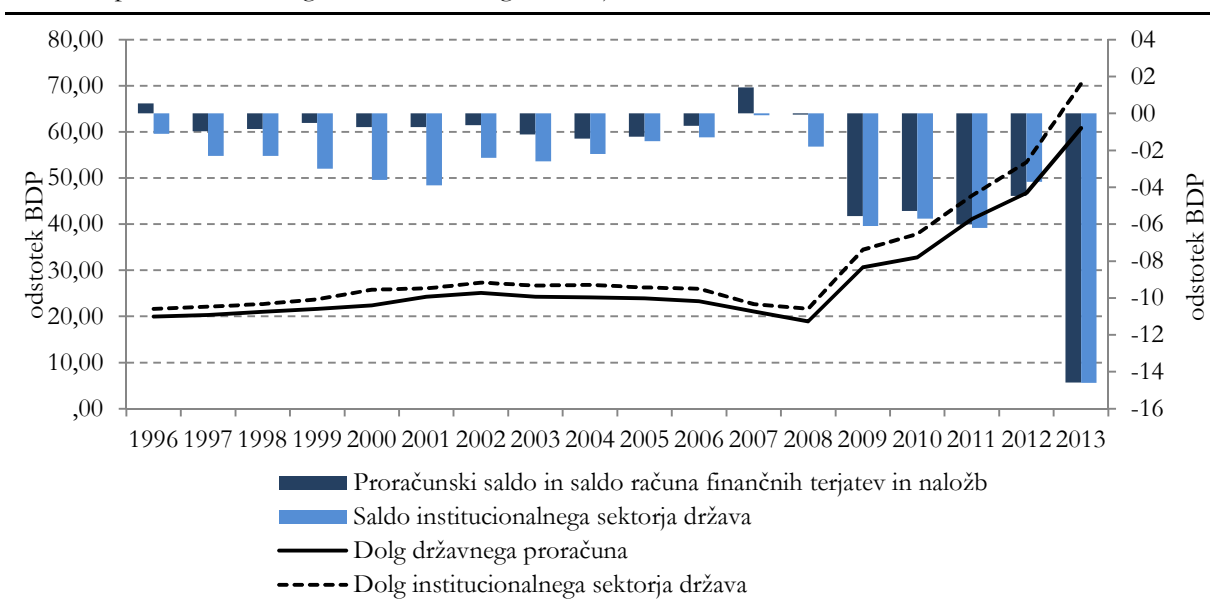
⁵⁸ V enote centralne ravni države sodijo državni proračun in vsi neposredni in posredni proračunski uporabniki na ravni države, Slovenska odškodninska družba, Družba za upravljanje terjatev bank in gospodarske družbe kot netržni proizvajalci. V okviru navedenih enot je primarni generator primanjkljaja in dolga državni proračun.

⁵⁹ V letu 2013 so bile razmere izjemne, saj je bil primanjkljaj izredno velik zaradi zadolžitve, ki so povezane z ukrepi za zagotovitev stabilnosti finančnega sistema in ki so se izvedle v okviru državnega proračuna. V letih, ko ni tovrstnih izjemnih okoliščin, primanjkljaj enot centralne ravni države znaša približno 90 odstotkov primanjkljaja sektorja država.

⁶⁰ Sklep vlade, št. 54600-2/2014/3 z dne 24. 4. 2014.

⁶¹ Na primer slabše gospodarske razmere, ponovna dokapitalizacija bank – po letu 2014 niso več predvideni nobeni enkratni in začasni ukrepi; če bo do njih prišlo, bo 3-odstotni primanjkljaj BDP težko dosegljiv.

Slika 4: Primerjava proračunskega salda⁶² in salda institucionalnega sektorja država* ter dolga državnega proračuna in dolga institucionalnega sektorja država**⁶³



Opomba: * – stolpci, ** – črti.

Viri: zaključni računi proračuna Republike Slovenije za posamezna leta, Bilten javnih financ, junij 2014 in podatki SURS.

Republika Slovenija se je ob presežnem primanjkljaju soočila tudi s presežnim dolgom, zato mora takoj po odpravi presežnega primanjkljaja začeti z aktivnostmi za odpravo preseženega dolga. V PS 2014 ni predvideno, da bi se zmanjševal obseg dolga kakorkoli drugače kot z zmanjševanjem primanjkljaja in s postopnim doseganjem presežka (za zmanjševanje dolga se lahko na primer proda finančno premoženje države, vendar v PS 2014 ta ukrep ni vključen⁶⁴). Tako ukrepi za zmanjševanje primanjkljaja hkrati predstavljajo tudi (edine načrtovane) ukrepe za zmanjševanje dolga. Posebej poudarjamo, da do leta 2018 brez dodatnih ukrepov ni mogoče pričakovati zmanjšanja dolga v večjem obsegu, saj bo zmanjševanje primanjkljaja le zaustavilo trend povečevanja obsega dolga, obseg dolga pa naj bi ob koncu leta 2018 še vedno presegal 70 odstotkov BDP in naj bi bil primerljiv z obsegom dolga ob koncu leta 2013.

Iz PS 2014 izhajajo ukrepi na področju javnofinančnih prihodkov in javnofinančnih odhodkov, ki naj bi prispevali k javnofinančni stabilizaciji in s tem tudi k zmanjševanju dolga. Na področju javnofinančnih prihodkov so med drugim navedeni naslednji ukrepi:

- odprava avtomatičnega usklajevanja olajšav in davčnih osnov na lestvici za odmero dohodnine z rastjo cen življenjskih potrebščin ter ukinitve osebne olajšave po dopolnjenem 65. letu starosti in posebne osebne olajšave za čezmejne delovne migrante;

⁶² Prikazan je seštevek proračunskega salda (saldo bilance prihodkov in odhodkov) in salda računa finančnih terjatev in naložb (prejeta minus dana posojila in spremembe kapitalskih deležev).

⁶³ Podatki o proračunskem saldu in saldu institucionalnega sektorja država ter podatki o dolgu državnega proračuna in dolgu institucionalnega sektorja država niso neposredno primerljivi, saj temeljijo na različnih metodologijah, poleg tega pa predstavljajo različne institucionalne enote.

⁶⁴ Iz PS 2014 izhaja, da nenačrtovanje uporabe prihodkov od prodaje finančnega premoženja države za zmanjševanje dolga predstavlja pozitivno tveganje za stabilnost dolga v programskem obdobju.

- odprava zniževanja davčne stopnje pri obdavčitvi dohodkov pravnih oseb ter omejevanje izgub iz preteklih davčnih obdobj;
- zvišanje davčne stopnje davka na dodano vrednost;
- uvedba nepremičninskega davka;
- zvišanje stopenj nekaterih trošarin;
- učinkovitejša izterjava javnih dajatev;
- zmanjšanje sive ekonomije in drugi ukrepi.

Ukrepi, ki naj bi prispevali k omejevanju odhodkov, so med drugim tudi:

- ohranitev ukrepov na področju stroškov dela, zaposlovanja v javnem sektorju, socialne politike, pokojnin in trga dela;
- zmanjševanje števila zaposlenih v javnem sektorju;
- zniževanje fleksibilnega dela odhodkov s spodbujanjem smotrnosti poslovanja enot institucionalnega sektorja države in s selektivnim izvajanjem projektnih vsebin;
- racionalizacija javnih skladov ter zavodov;
- prestrukturiranje subvencioniranja nefinančnih družb iz državnega proračuna;
- centralizacija javnega naročanja in drugi ukrepi.

Z navedenimi ukrepi naj bi Republika Slovenija dosegla cilje na področju javnofinančnega primanjkljaja in javnofinančnega dolga.

Ukrepi na področju zmanjševanja primanjkljaja in razdolževanja imajo velik vpliv tudi na zadolževanje, tako glede višine novih zadolžitvev kakor tudi glede tveganj, ki jih nedoseganje zastavljenih ciljev predstavlja za zadolževanje. Če bi se Republika Slovenija zaradi nedoseganja ciljev morala zadolžiti za večji obseg sredstev od predvidenega, je zelo verjetno, da bi bila tudi cena zadolžitve višja, prav tako bi se povečalo tveganje refinanciranja. Nedoseganje zastavljenih ciljev namreč kaže na nezmožnost izvedbe strukturnih ukrepov, ki na dolgi rok zagotavljajo fiskalno stabilnost, zato je zanimanje investorjev za vlaganje v vrednostne papirje takšne države manjše, možnost dostopanja do finančnih virov pa je s tem bolj omejena. Zato je tudi z vidika načrtovanja zadolževanja pomembno, da se izvedejo ukrepi, ki jih je Republika Slovenija predvidela v programih stabilnosti, in da se dosežajo zastavljeni cilji glede zmanjševanja primanjkljaja.

2. UGOTOVITVE

2.1 Cilji zadolževanja

Iz gradiv, ki jih objavljajo mednarodne finančne organizacije, izhaja, da je ključni cilj zadolževanja zagotovitev dovolj velikega obsega finančnih sredstev za financiranje vseh proračunskih potreb po najnižjih možnih stroških na srednjeročni in dolgoročni ravni ob še razumni izpostavljenosti tveganjem⁶⁵. Vlade naj bi si zato prizadevale zniževati stroške zadolžitve, kar naj bi tehtale s sprejemljivo izpostavljenostjo tveganjem. To je strateška usmeritev, ki je skupna pravzaprav vsem organom zadolževanja. Z zadolževanjem se namreč morajo zagotoviti vsa potrebna, manjkajoča sredstva, ki jih ni bilo mogoče zagotoviti iz drugih virov. V nasprotnem primeru država ni sposobna poravnati vseh svojih obveznosti. Način zadolžitve se med posameznimi državami lahko zelo razlikuje, saj je v veliki meri pogojen z drugim delom tega splošnega načela, torej z odločitvijo, kakšna raven izpostavljenosti tveganjem je še sprejemljiva za doseganje čim nižjih stroškov zadolževanja in katera tveganja so tista, ki jih mora država še posebej skrbno obvladovati. Vlade si lahko poleg navedenega cilja postavijo tudi druge (sekundarne) cilje zadolževanja, ki lahko podpirajo druge politike države⁶⁶, ali pa s temi cilji natančneje opredelijo, na kakšen način bodo dosegale izpolnitev primarnega cilja.

2.1.1 Strateški cilji zadolževanja v Republiki Sloveniji

2.1.1.a Ključni dokument na področju načrtovanja zadolževanja v Republiki Sloveniji je program financiranja proračuna Republike Slovenije. Iz prvega odstavka 84. člena ZJF namreč izhaja, da o sklepanju poslov v zvezi z zadolževanjem države in upravljanjem z državnimi dolgovi odloča minister, pristojen za finance, na podlagi letnega programa financiranja proračuna, ki ga sprejme vlada. Programi financiranja za posamezno leto so objavljeni na spletni strani ministrstva in tako omogočajo seznanitev javnosti in finančnih trgov s strateškimi cilji zadolževanja in upravljanja z dolgom državnega proračuna. Program financiranja je torej osnova, na podlagi katere se lahko država zadolži.

⁶⁵ Tako na primer *Guidelines for Public Debt Management, The World Bank, International Monetary Fund*, 2003 ali *Draft Practical Guide for Auditing Public Debt Management, IDI-WGPD Transregional Programme for Public Debt Management Audit, 2011* ali *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, julij 2001, [http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Handbook_14955_chapter_1.pdf], 20. 7. 2014.

⁶⁶ V literaturi se zadolževanje na primer izpostavlja tudi kot orodje za doseganje ciljev makroekonomske politike ali davčne politike, vendar praksa ne potrjuje izsledkov teorije, saj države tovrstnih ciljev pravzaprav ne postavljajo – *Guido Wolszijk, Jakob de Haan, Government Debt Management in the Euro Area, Recent Theoretical Developments and Changes in Practices, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 25*, marec 2005.

Vlada je cilje zadolževanja in upravljanja z dolgom državnega proračuna za leto 2013 in leto 2014 opredelila v Programu financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013⁶⁷ (v nadaljevanju: Program financiranja 2013) in Programu financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2014⁶⁸ (v nadaljevanju: Program financiranja 2014).

V programih financiranja za leti 2013 in 2014 so določeni enaki strateški cilji, in sicer:

- zagotovitev financiranja izvrševanja proračuna;
- minimiziranje stroška financiranja v dolgoročnem obdobju ob vzdržnem tveganju refinanciranja;
- izvedba transakcij z uporabo tržnih metod;
- minimiziranje izpostavljenosti tržnim tveganjem;
- širitev investitorskega zaledja (institucionalno in geografsko);
- zagotovitev stalnega, zanesljivega dostopa do virov financiranja;
- čim boljše pozicioniranje vrednostnih papirjev Republike Slovenije med državami članicami Evropske monetarne unije (v nadaljevanju: EMU);
- razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev s ciljem učinkovitega oblikovanja transparentne realne tržne cene državnih vrednostnih papirjev;
- povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter
- oblikovanje krivulje donosnosti slovenskih državnih vrednostnih papirjev.

Ugotavljamo, da so strateški cilji, ki jih je vlada opredelila v obeh programih financiranja, usklajeni z izsledki gradiv mednarodnih finančnih organizacij in so primerljivi s strateškimi cilji drugih držav na področju zadolževanja. Pri tem lahko cilje razdelimo v dve skupini, in sicer na primarne cilje, ki izhajajo iz že opisane temeljne usmeritve, ki jo je mogoče opredeliti iz gradiv mednarodnih finančnih organizacij⁶⁹, in na sekundarne cilje, ki podpirajo primarne cilje oziroma natančneje opredeljujejo način doseganja primarnih ciljev in s tem izvedbo zadolževanja⁷⁰. Pri tem izstopa cilj izvedba transakcij z uporabo tržnih metod, ki bi ga lahko opredelili bolj kot aktivnost, ki zagotavlja doseganje preostalih ciljev. Ključni cilj, ki ga ministrstvo mora doseči ne glede na uspešnost doseganja ostalih ciljev, je zagotovitev financiranja državnega proračuna.

2.1.1.b V skupini sekundarnih ciljev posebno skupino tvorijo cilji, katerih osnovni namen je vzpostavitev funkcionalnega sekundarnega trga za državne vrednostne papirje, in sicer: čim boljše

⁶⁷ Program financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013, št. 41003-1/2013/7 z dne 1. 2. 2013, ki ga je vlada sprejela na 47. redni seji 1. 2. 2013; Prva sprememba programa financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013, št. 41003-1/2013/13 z dne 11. 4. 2013, ki jo je vlada sprejela na 4. redni seji 11. 4. 2013; Druga sprememba programa financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013, št. 41003-1/2013/16 z dne 19. 9. 2013, ki jo je vlada sprejela na 24. redni seji 19. 9. 2013; Tretja sprememba programa financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013, št. 41003-1/2013/18 z dne 5. 12. 2013, ki jo je vlada sprejela na 36. redni seji 5. 12. 2013; Četrta sprememba programa financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013, št. 41003-1/2013/22 z dne 11. 12. 2013, ki jo je vlada sprejela na 74. dopisni seji 11. 12. 2013.

⁶⁸ Program financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2014, št. 41003-9/2013/5 z dne 9. 1. 2014, ki ga je vlada sprejela na 40. redni seji 9. 1. 2014.

⁶⁹ To so predvsem cilji: zagotovitev financiranja izvrševanja proračuna, minimiziranje stroškov financiranja v dolgoročnem obdobju ob vzdržnem tveganju refinanciranja in minimiziranje izpostavljenosti tržnim tveganjem.

⁷⁰ V to skupino bi lahko uvrstili vse preostale cilje.

pozicioniranje vrednostnih papirjev Republike Slovenije med državami članicami EMU, razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev s ciljem učinkovitega oblikovanja transparentne realne tržne cene državnih vrednostnih papirjev, povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter oblikovanje krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev. Navedeni cilji se nanašajo zgolj na vrednostne papirje in jih je mogoče doseči le z izdajo vrednostnih papirjev, torej obveznic in zakladnih menic. Tako že strateški cilji zadolževanja nakazujejo, s katerimi instrumenti naj bi se državni proračun praviloma zadolževal.

Ti cilji podpirajo doseganje primarnih ciljev zadolževanja, saj vodijo k zniževanju stroškov refinanciranja dolga. Investitorji so praviloma pripravljeni plačati premijo na ceno za vrednosti papir, s katerim se trguje na likvidnejšem trgu, torej kjer prodajalci in kupci lahko hitro in ceneje izvršujejo transakcije, ne da bi povzročili premik cene v lastno škodo⁷¹. Zato je tudi pričakovan donos za takšen vrednostni papir na primarnem trgu nižji, kar zmanjša stroške zadolžitve. Razvit sekundarni trg⁷² za državne vrednostne papirje daje referenčno točko za oblikovanje cene vrednostnega papirja ob primarni izdaji, zato se z izdajo državnih vrednostnih papirjev zasledujejo tudi navedeni cilji. Likvidne referenčne obveznice ob tem med drugim predstavljajo referenco za druge udeležence na trgu (na primer za gospodarske družbe), ko se določa cena oziroma donos njihovih finančnih instrumentov⁷³. V času finančne krize, ko je bil dostop do finančnih trgov omejen, je bil razvit in likviden sekundarni trg še toliko pomembnejši, saj je državam olajšal dostop do finančnih virov, zato je tudi pri drugih državah opazen premik k izvajanju politik in ukrepov za spodbujanje likvidnosti sekundarnega trga⁷⁴.

Skupni imenovalec navedenih ciljev je razvoj učinkovitega sekundarnega trga. Zato ocenjujemo, da bi bilo smiselno cilje združiti v en cilj in s tem zmanjšati število ciljev, kar bi prispevalo k večji jasnosti in preglednosti postavljenih strateških ciljev, ki jih je sedaj relativno veliko. Takšen strateški cilj pa bi bil lahko bolj razdelan v srednjeročni strategiji zadolževanja, ki bi določila pot k doseganju strateških ciljev.

2.1.1.c Poleg programov financiranja proračuna, ki jih sprejema vlada, je ministrstvo strateške cilje določilo še v Strategiji Ministrstva za finance za obdobje 2014–2015 (v nadaljevanju: Strategija ministrstva) z dne 31. 3. 2014. Pred njo je bila sprejeta Strategija Ministrstva za finance za obdobje 2009–2012, ki je zajemala tudi cilje na področju zadolževanja.

Pojasnilo ministrstva

Strategija ministrstva, ki bi zajemala tudi leto 2013, ni bila sprejeta, je pa Direktorat za zakladništvo v letu 2013 sledil osnutku strategije.

⁷¹ Povzeto po *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, julij 2001, [http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Handbook_14955_chapter_1.pdf].

⁷² Trg vrednostnih papirjev delimo na primarni in sekundarni trg. Primarni trg je namenjen novim izdajam vrednostnih papirjev, s katerimi izdajatelji zberejo kapital, sekundarni trg vrednostnih papirjev pa je namenjen trgovanju investorjev z že izdanimi instrumenti.

⁷³ Donosnost referenčne državne obveznice je osnova, ki se ji prišteje pribitek za tveganja, ki se nanašajo na gospodarsko družbo.

⁷⁴ Povzeto po Hans J. Blommestein, *Responding to the Crisis: Changes in OECD Primary Market Procedures and Portfolio Risk Management*, *OECD Journal*, Volume 2009, Issue 2. The Organisation for Economic Co-operation and Development – Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju: OECD).

Kot glavni strateški cilj je ministrstvo določilo učinkovito upravljanje državnega dolga, ki opredeljuje zadolževanje za financiranje izvrševanja državnega proračuna in upravljanje z državnim dolgom. V okviru strateškega cilja so bili v Strategiji ministrstva določeni štirje posebni cilji:

- zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna v potrebnem obsegu;
- minimiziranje dolgoročnih stroškov financiranja s sprejemljivim tveganjem refinanciranja ter sprejemljivimi valutnimi, obrestnimi in drugimi tržnimi tveganji;
- širitev investicijskega zaledja ter zagotovitev stalnega in zanesljivega dostopa do virov financiranja;
- povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.

Pri primerjavi strateških ciljev, ki so bili določeni v Programu financiranja 2013 oziroma Programu financiranja 2014, in posebnih ciljev iz Strategije ministrstva smo ugotovili, da v Strategiji ministrstva trije strateški cilji⁷⁵, ki so bili določeni v Programu financiranja 2013 oziroma v Programu financiranja 2014, niso bili določeni oziroma povzeti v okviru posebnih ciljev. Kljub temu ocenjujemo, da ukrepi, ki zagotavljajo doseganje ciljev, določenih v Strategiji ministrstva, prispevajo tudi k doseganju manjkajočih ciljev. Strategija ministrstva posamezni posebni cilj podrobneje opredeli, določa merila za doseganje cilja, aktivnosti, odgovornosti in roke za uresničitev cilja ter z uresničevanjem povezana tveganja in ukrepe za obvladovanje tveganj.

Iz Strategije ministrstva izhaja, da se pri posebnem cilju:

- *zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna v potrebnem obsegu* pravočasno in v ustrezni količini zagotovijo sredstva za nemoteno izvrševanje državnega proračuna; pri tem se teži k doseganju optimalnega obsega zadolževanja glede na dinamiko potreb po zadolževanju, tako da se:
 - zadolžuje z različnimi instrumenti ter različno ročnostjo v okviru dokumentov, ki jih sprejema vlada;
 - zagotavljajo najoptimalnejše strukture zadolževanja za izvrševanje državnega proračuna;
 - izvršuje zadolževanje na podlagi transparentnih in vnaprej pripravljenih postopkov;
- *minimiziranje dolgoročnega stroška financiranja s sprejemljivim tveganjem refinanciranja ter sprejemljivimi valutnimi, obrestnimi in drugimi tržnimi tveganji* posebna pozornost namenja tveganju refinanciranja, ki je posebej pomembno v kriznih in negotovih obdobjih; zmanjševanje tveganj se zagotavlja:
 - z ustreznim načrtom zadolževanja, določenim s programom financiranja;
 - z upravljanjem dolga državnega proračuna v skladu s programom financiranja;
 - z vzdrževanjem in s širjenjem investicijskega zaledja – zmanjševanje odvisnosti od evrskega dolžniškega kapitalskega trga;
 - z zagotavljanjem ustreznega profila zapadlosti glavnice;
 - s strategijo zadolževanja, katere glavni načeli sta krepitev sposobnosti fleksibilnosti pri dostopanju na različne dolžniške kapitalske trge in časovna odzivnost;
 - z uporabo izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje pred valutnim, obrestnim in kreditnim tveganjem;

⁷⁵ Strateški cilji: izvedba transakcij z uporabo tržnih metod, čim boljše pozicioniranje vrednostnih papirjev Republike Slovenije med državami članicami EMU, oblikovanje krivulje donosnosti slovenskih državnih vrednostnih papirjev.

- *širitev investitorskega zaledja ter zagotovitev stalnega, zanesljivega dostopa do virov financiranja z zagotovitvijo določene skupine investorjev, ki so seznanjeni s politično in z makroekonomsko situacijo v Republiki Sloveniji, zagotovi učinkovita in hitra zadolžitve z izdajo vrednostnega papirja; to se zagotavlja:*
 - s pridobivanjem novih potencialnih investorjev ter krepitevjo stikov z obstoječimi investitorji v državne vrednostne papirje;
 - z rednim posredovanjem podatkov o zadolževanju in stanju dolga državnega proračuna investorjem prek rednih publikacij in posodobljene spletne strani;
 - s spodbujanjem tujih investorjev k investiranju v vrednostne papirje krajše ročnosti do enega leta;
- *povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev zagotavlja doseganje višje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev; to naj bi se zagotovilo tako, da se:*
 - uradnim vzdrževalcem likvidnosti ponudi možnost posojila lastnih dolžniških vrednostnih papirjev Republike Slovenije, ki kotirajo na MTS⁷⁶ Slovenije, za namene poravnave poslov, ki so jih sklenili na MTS Slovenije;
 - na dnevni in mesečni ravni izvajata spremljanje in ocenjevanje vseh bank, ki sodelujejo kot primarni vpisniki in uradni vzdrževalci likvidnosti;
 - preverja možnost izvajanja odkupov obveznic Republike Slovenije, ki bodo umaknjene z MTS Slovenije, ko bodo dosegle krajšo ročnost od določene;
 - preverja možnost povečanja nominalne izdaje obveznic, ki so že bile izdane v preteklih letih in imajo nominalno vrednost izdaje nižjo od spremenjene standardne nominalne višine referenčne obveznice, z reodpiranjem teh obveznic, lahko tudi na avkcijski način.

Pojasnilo ministrstva

Posebni cilji zajemajo najpomembnejša in najbolj bistvena področja, na katera se mora osredotočati ministrstvo, da izpolni strateški cilji. Cilji so bili analizirani in proučevani glede na vsebino strateških ciljev zadolževanja drugih držav v evroobmočju ter glede na usmeritve in iz takšnih ciljev izhajajoče strokovne prakse upravljalcev državnega dolga v evroobmočju in ključnih akterjev/institucij globalnega finančnega trga. Osnovi za določitev prvega cilja, to je zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna, sta zakon, ki ureja izvrševanje proračuna za posamezno leto, in sprejeti proračun, na podlagi katerega se ob upoštevanju primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov, računa finančnih terjatev in naložb in odplačila glavnice dolga, ki zapadejo v plačilo v tekočem proračunskem letu in do višine, potrebne za odplačilo glavnice dolga državnega proračuna, ki zapadejo v plačilo v prihodnjih dveh proračunskih letih, določi potrebni obseg zadolževanja. Eden izmed najpomembnejših ciljev je tudi minimiziranje stroškov financiranja v dolgoročnem obdobju ob vzdržnem tveganju refinanciranja, pri katerem se izhaja iz dejstva, da je treba izdatke za servisiranje dolga minimizirati. Sledenje navedenima ciljema je v interesu Republike Slovenije tako z vidika izpolnitve izvrševanja proračuna in čim nižje obremenitve proračuna z odplačilom dolga in obresti v posameznem proračunskem letu kot tudi z namenom ohranjanja nemotenega dostopa države do finančnih trgov. Tretji cilj, to je izvedba transakcij z uporabo tržnih metod, izhaja iz teorije, da tržno usmerjeno financiranje primanjkljaja proračuna z izdajanjem tržnih vrednostnih papirjev na osnovi likvidnega trga za državne vrednostne papirje znižuje stroške servisiranja dolga v srednjeročnem obdobju. Cilj širjenja investitorskega zaledja in zagotovitev zanesljivega in stalnega dostopa do virov financiranja je zagotoviti čim širši in čim bolj zanesljiv dostop do virov financiranja državnega proračuna, kar lahko postopoma prispeva k nižjemu tveganju refinanciranja, znižanju stroškov

⁷⁶ *Mercato dei titoli di Stato* – Trg za državne vrednostne papirje (v nadaljevanju: MTS). MTS Slovenije je platforma za trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji za vzdrževanje likvidnosti.

servisiranja dolga in manjši volatilnosti⁷⁷ tržnih donosov. Še posebej pa je obranjanje in širjenje investitorskega zaledja pomembno v negotovih tržnih razmerah. Razširjen krog investorjev je pomemben za zagotavljanje likvidnosti in stabilno povpraševanje po vrednostnih papirjih. Široka in raznolika investitorska baza je ključna za promoviranje stabilnosti trga in pospeševanje tržne učinkovitosti.

Strategija ministrstva je dokument interne narave, saj ni bila javno objavljena. Namenjena je torej predvsem internemu vodenju in ocenjevanju uspešnosti pri poslih, ki se nanašajo na zadolževanje, ne pa tudi seznanjanju javnosti s cilji in z aktivnostmi na področju zadolževanja. Strategija ministrstva je glede ciljev usklajena s programi financiranja, saj gre za dokument, ki ga je sprejel hierarhično nižji organ in zato ne sme odstopati od navodil, ki jih s programom financiranja državnega proračuna poda vlada. Ocenjujemo, da bi Strategija ministrstva ob dopolnitvah, na katere opozarjamo v nadaljevanju, lahko predstavljala izhodišče za pripravo srednjeročne strategije zadolževanja, ki bi jo sprejela vlada in bi z javno objavo tudi navzven predstavljala formalno usmeritev za izvajanje zadolževanja.

2.1.2 Srednjeročna strategija zadolževanja

Predstavljeni strateški cilji izhajajo iz teoretičnih dognanj, primerjav z drugimi državami in iz pridobljenih izkušenj upravljavcev z dolgom. Vendar pa določitev ciljev še ne zagotavlja tudi uspešnega in učinkovitega upravljanja z dolgom. K temu naj bi med drugim prispevala srednjeročna strategija zadolževanja, ki izhaja iz strateških ciljev in s katero naj bi se določila pot, kako te cilje doseči. Strategijo zadolževanja je treba razumeti kot odločitev (vlade) o tem, kakšni stopnji tveganja se bo država izpostavila pri zadolževanju oziroma kakšno razmerje med izpostavljenostjo tveganju in koristmi od večje stopnje izpostavljenosti (manjši stroški zadolževanja) je še sprejemljivo⁷⁸. Pri vsaki zadolžitvi je namreč treba proučiti razmerje med minimiziranjem stroškov zadolževanja in izpostavljenostjo večjim tveganjem – stroški zadolževanja se lahko vsaj kratkoročno znižajo z uporabo bolj tveganih instrumentov zadolžitve⁷⁹, vendar je takšen dolg ranljivejši oziroma bolj izpostavljen tveganjem, ki so posledica sprememb na trgu, ali drugim tveganjem. S strategijo vlada poda usmeritev organu zadolževanja, kakšno je še sprejemljivo tveganje, ki ga pri izvedbi zadolžitve še lahko privzame za doseganje cilja minimiziranja stroškov. Zato strategija zadolževanja predstavlja operacionalizacijo strateških ciljev in tudi poda usmeritev glede želene strukture dolžniškega portfelja države s poudarkom na obvladovanju tveganj, ki jih dolžniški portfelj predstavlja za proračun⁸⁰.

Učinkovita strategija zadolževanja pomaga zmanjševati tveganja, ki se jim države izpostavljajo pri zadolževanju. Vsaka zadolžitev namreč prinaša nabor tveganj, ki jih države z oblikovano strategijo zadolževanja lažje obvladujejo oziroma jih zavestno sprejmejo. Cilj oblikovanja strategije je v določenem obdobju oblikovati dolžniški portfelj v skladu z želeno strukturo, ki odraža odločitev glede izpostavljenosti tveganjem v razmerju s koristmi. Poudarek pri ravnanju v skladu s strategijo je torej na obvladovanju tveganj, ki izhajajo iz dolžniškega portfelja, oziroma na doseganju optimalnega dolžniškega portfelja glede

⁷⁷ Volatilnost ali nihajnost označuje dovzetnost vrednostnega papirja za tečajna nihanja; to je statistična mera verjetnosti, da cena vrednostnega papirja v kratkem času močneje zraste ali pade.

⁷⁸ Povzeto po *Guide to the Debt Management Performance Assessment Tool, Economic Policy and Debt Department, The World Bank*, 2009. Podobno tudi *ISSAI 5422*, 4. poglavje.

⁷⁹ Na primer zadolževanje s spremenljivo obrestno mero ali zadolževanje v tuji valuti brez uporabe poslov valutne zamenjave.

⁸⁰ Povzeto po *Developing MTDs*.

na elemente, kot so ročnost, valuta, vrsta instrumenta, spremenljivost obrestne mere, trg in podobno⁸¹. Učinki kakovostne strategije zadolževanja so kljub vsemu omejeni – z njo se lahko zmanjšajo oziroma obvladajo tveganja, ki izhajajo iz zadolževanja, ne more pa strategija zadolževanja odpraviti posledic neustrezne izbire ukrepov fiskalne ali gospodarske politike države.

Strategija naj bi v skladu z usmeritvami Svetovne banke in Mednarodnega denarnega sklada⁸²:

- zajemala obdobje od treh do petih let in naj bi pokrivala vsaj 90 odstotkov obstoječega in predvidenega dolga centralne ravni države; če je obdobje, ki ga strategija zajema, krajše od navedenega, obstaja tveganje, da bo prevladalo osredotočanje na trenutni proračunski cikel, pri tem pa ne bodo upoštevana tveganja, ki jih zadolževanje prinaša v daljšem časovnem obdobju; zato je treba stroške in koristi zadolževanja analizirati ob upoštevanju daljšega časovnega obdobja (po možnosti enega gospodarskega cikla), kar lahko razkrije potencialna tveganja trenutno mogoče ugodne zadolžitve tudi v kasnejših letih; srednjeročno načrtovanje različne institucije vzpodbujajo tudi na drugih področjih; tako Komisija⁸³ in Mednarodni denarni sklad⁸⁴ priporočata sprejetje srednjeročnega proračunskega okvira; potreba po srednjeročnem načrtovanju se odraža tudi v pravilih Pakta oziroma evropskega semestra, v skladu s katerimi morajo države članice Komisiji predložiti programe stabilnosti in nacionalne reformne programe, ki napovedujejo ukrepe in razvoj javnih financ v prihodnjem srednjeročnem obdobju;
- bila izražena vsaj kot prednostna usmeritev razvoja specifičnih kazalnikov za tveganja, povezana z obrestnimi merami, refinanciranjem in zadolževanjem v tuji valuti; strategija dosega boljše standarde, če so za te kazalnike postavljeni realni cilji;
- temeljila na poglobljenih analizah stroškov in tveganj, ki identificirajo ranljivost dolžniškega portfelja na šoke na trgu, na analizah možnih virov financiranja in analizah alternativnih strategij; stroške in tveganja, ki izhajajo iz obstoječega dolžniškega portfelja, je treba zelo dobro poznati, saj predstavljajo izhodišče za optimizacijo portfelja; na podlagi analize možnih instrumentov financiranja naj bi se sprejela odločitev o izboru instrumentov, ki najbolj prispevajo k doseganju ciljev; pred potrditvijo strategije naj bi se izvedla tudi analiza možnih alternativnih strategij (z namenom iskanja najbolj sprejemljivega razmerja med stroški in tveganji), izmed katerih bi odločevalec (vlada) potrdil najustreznejšo⁸⁵;
- temeljila na napovedih fiskalne, gospodarske in drugih relevantnih politik; trenutni makroekonomski okvir in politika, ki jo bo država v prihodnje vodila, morata biti jasna, da se temu lahko prilagodi strategija zadolževanja; jasna mora biti tudi slika o načrtovanih primanjkljajih in prihodnjih potrebah po financiranju z zadolževanjem; to zahteva veliko sodelovanja in koordinacije z drugimi organi, ki bodisi zbirajo podatke ali določajo prihodnjo politiko države, saj tovrstnih napovedi organ zadolževanja ne pripravlja sam, temveč je to običajno v pristojnosti drugih organov;

⁸¹ Tako kot opomba 80.

⁸² Kriteriji so opredeljeni v *DeMPA Tool* in v *Developing MTDs*.

⁸³ Na primer *Public finances in EMU 2010*, European Economy 4/2010, Komisija, 2010.

⁸⁴ Na primer Poročilo misije Mednarodnega denarnega sklada "Krepitev okvira za upravljanje javnih financ v Sloveniji",
[http://www.mf.gov.si/si/medijsko_sredisce/novica/article/3/2173/83d48a84250ebbf81df8e3447b80625/],
13. 11. 2014.

⁸⁵ S tem se vladi omogoči tudi dejanska možnost izbire, saj je že v fazi sprejemanja odločitve seznanjena z mogočimi posledicami izbire. Analize naj bi pripravil organ zadolževanja, ki bi vladi v izbiro lahko predložil več strategij, hkrati pa tudi priporočil, katera strategija bi bila po njegovem mnenju najustreznejša.

- bila formalno potrjena ter redno posodobljena; strategijo zadolževanja naj bi pripravil organ zadolževanja, ki naj bi vladi v sprejem predlagal strategijo, ki po njegovem mnenju najbolj odraža strateške cilje; organ zadolževanja lahko vladi predloži več alternativnih strategij, izmed katerih vlada na podlagi opravljenih analiz in obrazložitvev potrdi tisto, ki ima sprejemljivo razmerje med stroški in tveganji; formalno potrjena strategija zadolževanja bi morala biti predstavljena tudi javnosti in morebitnim investitorjem.

2.1.2.1 Sprejem srednjeročne strategije zadolževanja

2.1.2.1.a Ugotavljamo, da vlada ni sprejela dokumenta, ki bi določil strategijo zadolževanja v prihodnjem srednjeročnem obdobju, prav tako iz nobenega vladnega dokumenta ni razvidna odločitev vlade glede še sprejemljivega izpostavljanja tveganjem v prihodnjem srednjeročnem obdobju. Vlada je v Programu dela Vlade Republike Slovenije za obdobje 2013/2014⁸⁶ v delu, ki se nanaša na ministrstvo, predvidela tudi izdelavo strategije zadolževanja. Cilji glede zadolževanja so bili za daljše časovno obdobje (dveh let) opredeljeni v Strategiji ministrstva, vlada pa dokumenta, v katerem bi določila usmeritve zadolževanja za daljše časovno obdobje, ni sprejela.

Priporočilo

Vladi priporočamo, naj ob sodelovanju širše skupine strokovnjakov oblikuje srednjeročno strategijo zadolževanja državnega proračuna, v kateri bo ministrstvu dala usmeritve glede tveganj, ki jih sme prevzeti pri zasledovanju cilja zniževanja stroškov zadolževanja državnega proračuna. Strategija naj temelji na analizah stroškov in tveganj, ki identificirajo ranljivost dolžniškega portfelja na šoke na trgu, ter na napovedih fiskalne, gospodarske in drugih relevantnih politik. Strategija naj bo izražena vsaj kot prednostna usmeritev razvoja specifičnih kazalnikov za posamezna tveganja ter javno objavljena.

2.1.2.1.b Vlada vsako leto sprejme program financiranja, ki določa strateške in operativne cilje. Kljub temu da gre za letni dokument, vsebuje nekatere elemente, ki so običajno zajeti tudi s srednjeročno strategijo. To so na primer analiza trenutnega dolžniškega portfelja, kazalniki, ki opredeljujejo ciljna razmerja dolga, in opredelitev instrumentov zadolževanja. Vendar je program financiranja letni dokument, ki se po potrebi spreminja tudi med letom in ne zajema daljšega časovnega okvira⁸⁷. Tako program financiranja ne daje formalne usmeritve vlade glede zadolževanja v prihodnjem obdobju. Kljub temu da se sprejema na letni osnovi, ugotavljamo, da se v njem določeni strateški cilji bistveno ne spreminjajo. Tako so ti cilji vsaj od leta 2007 vsebinsko pravzaprav enaki. Zato sklepamo, da bi bilo mogoče na podlagi teh strateških ciljev, ki so dolgoročne narave, oblikovati tudi jasno srednjeročno strategijo zadolževanja, ki bi ministrstvu dajala usmeritev glede sprejemljivih tveganj v daljšem časovnem obdobju, morebitnim investitorjem pa bolj jasno prikazovala, na kakšen način bo Republika Slovenija na področju zadolževanja poskušala doseči strateške cilje.

Kljub temu da srednjeročna strategija zadolževanja formalno ni bila sprejeta, smo proučili postopke, ki jih ministrstvo izvaja pri načrtovanju zadolževanja, in preverili, ali so v skladu s smernicami Svetovne banke in Mednarodnega denarnega sklada za srednjeročno načrtovanje zadolževanja. Pri tem je treba opozoriti, da ministrstvo izvaja predvsem tiste postopke, ki so na operativni ravni nujni za izvedbo poslov zadolževanja, hkrati pa ti postopki že v veliki meri predstavljajo postopke, ki jih mednarodne finančne

⁸⁶ Sklep vlade, št. 00404-1/2013/49 z dne 25. 7. 2013.

⁸⁷ Zajema pa načrt odplačila dolga po letih glede na obstoječe stanje dolga.

institucije opredeljujejo kot splošno sprejeto dobro prakso pri pripravi srednjeročne strategije zadolževanja. Kljub temu da vlada srednjeročne strategije zadolževanja formalno ni sprejela, to še ne pomeni, da ministrstvo pri svojem delu ne izvaja nalog, ki so ključne tudi pri srednjeročnem načrtovanju. V nadaljevanju so ti postopki in elementi predstavljeni, obenem pa navajamo, na kakšen način bi jih bilo treba v primeru sprejemanja srednjeročne strategije zadolževanja še nadgraditi.

2.1.2.2 Usmeritve glede še sprejemljivih tveganj

V skladu z usmeritvami mednarodnih finančnih organizacij je srednjeročna strategija zadolževanja odvisna od tolerance vlade do tveganj. Stopnja tveganja, ki jo je vlada pripravljena sprejeti, se lahko s časom spreminja v odvisnosti od strukture in obsega dolžniškega portfelja ter ranljivosti na ekonomske in finančne šoke. Na splošno pa velja, da je ob večjem dolžniškem portfelju in večji ranljivosti države na navedene šoke večja tudi nevarnost nezmožnosti servisiranja dolgov, zato bi moral biti v teh primerih večji poudarek namesto zmanjševanju stroškov namenjen zmanjševanju tveganj⁸⁸.

Strategija zadolževanja naj bi se oblikovala glede na stopnjo razvoja in položaj države na finančnih trgih. Od teh dejavnikov je namreč odvisno, katera tveganja so tista, ki jim morajo države na daljši rok nameniti več pozornosti, saj je možnost uresničitve tveganja večja oziroma uresničitve tveganja za državo predstavlja hujše posledice. Ključna so predvsem tržna tveganja in tveganje refinanciranja. Tržna tveganja so predvsem tista tveganja, ki so posledica sprememb na trgu. To so spremembe obrestnih mer, valutna nihanja, stroški storitev, ki se nanašajo na zadolževanje, in drugo. Tveganje refinanciranja pomeni predvsem tveganje, da država v prihodnosti ne bo mogla zagotoviti sredstev za odplačilo starega dolga z novim zadolževanjem ali na drug način. Razvite države se pri pripravi strategije bolj osredotočajo na tveganja, ki izhajajo iz trga, saj je tveganje refinanciranja dokaj nizko. Države v razvoju, ki imajo otežen dostop do virov financiranja, pa morajo več pozornosti nameniti obvladovanju tveganja refinanciranja⁸⁹. V skladu s tveganji, ki so za državo bolj pereča, se oblikuje tudi strategija zadolževanja.

Nekatera tveganja, ki se nanašajo na upravljanje z dolgom

Tržno tveganje – zajema več vrst tveganj, povezanih z dogajanjem na trgu, kot so spremembe obrestnih mer in spremembe valutnih razmerij.

Tveganje refinanciranja – tveganje, da obstoječega dolga ne bo mogoče refinancirati oziroma ga bo mogoče refinancirati le ob visokih stroških.

Likvidnostno tveganje – tveganje, da likvidna sredstva zaradi nepričakovanih denarnih tokov ne zadoščajo za pokritje obveznosti oziroma da novih denarnih sredstev z zadolževanjem ni mogoče zbrati dovolj hitro.

Kreditno tveganje – tveganje, da posojilodajalec ne bo izvršil dogovorjenega (ne poravnal zapadlih obveznosti, torej glavnice in obresti).

Tveganje poravnave – tveganje, da posojilodajalec ne bo izvršil dogovorjenega (ne izplačal posojila).

Operativno tveganje – tveganje, da postopki v zvezi z zadolževanjem ne bodo ustrezno izvedeni; tveganje je lahko povezano s kadri, z informacijsko tehnologijo, notranjimi kontrolami, s pravnim okvirom in podobno.

Tveganje neizvršitve – tveganje, da načrtovana zadolžitve ne bo uspela.

⁸⁸ Tako kot opomba 37.

⁸⁹ Tako kot opomba 37.

Strategije zadolževanja se pojavljajo v dveh osnovnih oblikah, in sicer v obliki usmeritev, ki organu zadolževanja nakažejo smer, katera tveganja mora obravnavati kot pomembnejša, in s tem posredno tudi strukturo portfelja, ali v obliki ciljnega dolžniškega portfelja, kjer se kvantitativno opredelijo posamezni kazalniki dolga⁹⁰. Tipični kazalniki, ki običajno opredeljujejo strukturo portfelja, so na primer delež dolgoročnega in kratkoročnega dolga, delež dolga v domači in tuji valuti, valutna struktura dolga v tuji valuti, struktura dolga glede na način določitve obrestne mere⁹¹, povprečen čas do dospelosti dolga in struktura dospelosti dolga⁹².

Pojasnilo ministrstva

Glede na formalni okvir, ko vlada sprejme program financiranja, ki je temeljni dokument, na podlagi katerega se izvajata zadolževanje in upravljanje z državnim dolgom v posameznem proračunskem letu, je usmeritev, ki upošteva posamezne kazalce portfelja dolga, ustrezna in se tudi uporablja. Doprinos ciljnega dolžniškega portfelja se nekoliko bolje izrazi z vnaprej postavljenimi robnimi pogoji, in sicer z želenimi karakteristikami portfelja, s celovitejšim pregledom od zgoraj, kar omogoča lažji nadzor in sprejemanje odločitev o upravljanju s portfeljem dolga z vidika, kaj naj se pri tem zasleduje (pozitivna neto sedanja vrednost transakcije odkupa/zamenjave ali povečanje tehtane povprečne dospelosti dolga, ali zmanjšanje obrestnih izdatkov, ali ugodna 'breakeven' ekonomika in podobno). Koncept ciljnega dolžniškega portfelja lahko daje rezultate v stabilnih (razmeroma predvidljivih) makrofiskalnih okoliščinah, predvsem pa opazne učinke pri državah, ki imajo izrazito velike potrebe po financiranju.

2.1.2.2.a Nekatere usmeritve glede strukture portfelja izhajajo iz Programa financiranja 2013 in Programa financiranja 2014⁹³.

Oba programa financiranja vsebujeta podatek glede predvidene valutne strukture portfelja in strukture portfelja glede na spremenljivost obrestne mere ob koncu obdobja, ki ga programa financiranja zajemata. Navedeni razmerji nista ciljni razmerji, temveč je to zgolj ocena strukture dolga po izvedenih zadolžitvah v skladu s programom financiranja in po odplačilih dolga v letu, ki ga zajema program financiranja. Podanih razmerij zato ni mogoče obravnavati kot ciljnih razmerij, ki naj bi jih organ zadolževanja zasledoval in bi ga zavezovala pri odločitvah.

V programih financiranja je prikazan tudi načrt odplačila glavnice, posebej je izpostavljeno obvladovanje tveganja refinanciranja – pri določanju ročnosti posamezne zadolžitve je treba upoštevati tudi višino

⁹⁰ Povzeto po Martin Melecky, *A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies*, The World Bank, julij 2007.

⁹¹ Na primer fiksna ali spremenljiva obrestna mera.

⁹² Tako kot opomba 37.

⁹³ Program financiranja ni predviden kot dokument, ki bi na srednji rok določal usmeritve glede zadolževanja, zato tudi ni smiselno, da vsebuje vse elemente srednjeročne strategije, kot izhajajo iz teoretičnih podlag. Program financiranja je namreč v večjem delu operativni program, ki se sprejema vsako leto in določa posamezne operativne cilje za zadolževanje za prihodnje leto ter s tem daje pravno podlago ministrstvu za izvedbo zadolžitve. Prav ti operativni cilji naj bi se določili na podlagi srednjeročnih usmeritev iz strategije zadolževanja, ki pa ni bila sprejeta. Smisel srednjeročne strategije zadolževanja je torej v daljšem časovnem horizontu načrtovanja od trenutnega. Pri pripravljanju srednjeročne strategije ima večjo vlogo odkrivanje tveganj, ki se nanašajo na dolžniški portfelj ter želja po njegovi optimizaciji, medtem ko na oblikovanje operativnih ciljev in izvedbo zadolžitve precej bolj vplivajo trenutne možnosti zadolžitve in razmere na finančnih trgih, ki se jim mora organ zadolževanja prilagoditi.

odplačil glavnice že obstoječega dolga državnega proračuna v posameznih letih. Pri tem je prvi izbor dolgoročno zadolžitev, usmeritev glede povprečne ročnosti dolga pa ni natančneje podana.

Oba programa financiranja kot primarni instrument zadolževanja predvidevata izdajo obveznic na trgu na indiciran način. Če takšnega zadolževanja zaradi razmer na finančnem trgu ni mogoče izvesti v ustreznem obsegu, se dopolni ali nadomesti z zadolževanjem z alternativnimi instrumenti ali s povečanim obsegom kratkoročnega zadolževanja. Tako je posredno podana usmeritev o ciljni strukturi dolga glede na vrsto instrumenta.

Oba programa financiranja nakazujeta tudi usmeritev glede sprejemanja tržnih tveganj. Tako pri izvedbi zadolžitve v tuji valuti dopuščata sklenitev poslov valutne zamenjave, ki državo obvarujeta pred valutnimi tveganji. Prav tako dopuščata sklenitev poslov obrestne zamenjave, s katerimi se omeji obrestno tveganje, če bi se izvedla zadolžitev s spremenljivo obrestno mero. Iz programov financiranja pa ni jasno razvidno, v katerih primerih se ti posli sklepajo, temveč le, da se z namenom zmanjševanja tveganj lahko sklenejo.

Ugotavljamo, da programa financiranja dajeta nekatere usmeritve organu zadolževanja glede stopnje sprejemanja tveganj v letu, za katerega velja program financiranja. Te usmeritve pa niso tako jasne in predvsem niso tako obrazložene, kot bi bile pri sprejemanju srednjeročne strategije zadolževanja v skladu s smernicami Svetovne banke in Mednarodnega denarnega sklada⁹⁴.

2.1.2.2.b Obvladovanje in zmanjševanje tveganj je v času velike volatilnosti na finančnih trgih in omejenih dostopov do finančnih trgov še posebej pomembno. Organ zadolževanja bi zato moral imeti vzpostavljen okvir, prek katerega bi prepoznal, ocenil in nadzoroval tveganja, povezana z zadolževanjem. To izhaja tudi iz Stockholmskih načel⁹⁵, ki so bila oblikovana v letu 2010 na konferenci Mednarodnega denarnega sklada in švedskega organa zadolževanja, na kateri je sodelovalo 35 držav s celega sveta, med njimi tudi Republika Slovenija. Načela so bila nazadnje posodobljena v avgustu 2013.

Ugotavljamo, da se je formalni okvir za spremljanje in obvladovanje tveganj na ministrstvu v večjem obsegu vzpostavljal v letih 2013 in 2014. Ministrstvo je tveganja stalno analiziralo in odločitve o zadolžitvah sprejemalo upoštevaje analize⁹⁶, vendar naloge in način dela ter način dokumentiranja izsledkov analiz pred tem niso bili opredeljeni na formalni ravni. Tudi preglednost takšnega načina spremljanja tveganj ni bila ustrezna, saj izsledki analiz niso bili vedno ustrezno dokumentirani, odločitve pa ne obrazložene. Pomanjkljivo dokumentiranje ne zagotavlja ustrezne revizijske sledi in otežuje kasnejšo celovito presojo razmer, ki so vplivale na posamezne odločitve v danem trenutku. Še najbolj formalizirano je bilo obvladovanje likvidnostnega tveganja⁹⁷, za obvladovanje katerega je bila ustanovljena Likvidnostna komisija Ministrstva za finance, ki se je sestajala enkrat mesečno in za katero so bile pripravljene različne analize in druga gradiva. V oktobru 2013 je bila izvedena reorganizacija dela v Direktoratu za zakladništvo,

⁹⁴ Program financiranja je letni dokument, ki je v večjem delu operativne narave in že določa instrumente, s katerimi se bo državni proračun zadolževal v prihodnjem programskem obdobju. Nekatera razmerja so tako določena že z opredelitvijo instrumenta zadolžitve, zato nadaljnje splošne usmeritve glede strukture dolga, ki naj bi jo zasledoval organ zadolževanja, tudi ne bi bile smiselne.

⁹⁵ *Stockholm Principles, Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt*, [https://www.imf.org/external/np/mcm/stockholm/principles.htm], 8. 8. 2014.

⁹⁶ Povezava s točko 2.2.2.a tega poročila.

⁹⁷ Obvladuje se z nadziranjem in vzdrževanjem ustrezne ravni prostih finančnih sredstev proračuna.

z namenom boljšega spremljanja in obvladovanja tveganj je bil ustanovljen tudi Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko, v aprilu 2014 pa še Kreditni odbor⁹⁸, ki izdaja mnenja v zvezi z odobritvami likvidnostnih oziroma kratkoročnih posojil proračunskim uporabnikom države in občin, ki so vključeni v sistem enotnega upravljanja s prostimi denarnimi sredstvi enotnega zakladniškega računa države.

Ukrepi ministrstva

Ministrstvo je v avgustu 2014 ustanovilo Odbor za upravljanje s tveganji in dolžniške kapitalske trge Ministrstva za finance (v nadaljevanju: odbor).

Ocenjujemo, da bi ustanovitev odbora lahko pomenila velik napredek na področju preglednosti in učinkovitosti sistema ocenjevanja in obvladovanja tveganj. V sklepu o ustanovitvi odbora so opredeljene njegove naloge, članstvo in način odločanja. Z njim naj bi se zagotovila sistematično spremljanje in obvladovanje tveganj in razvila metodologija upravljanja s tveganji. Zapisniki sej odbora bi lahko predstavljali dodano vrednost tudi za kasnejšega opazovalca ali presojevalca ustreznosti odločitev. Dokumentiranje odločitev odbora in gradiva, priloženega zapisniku sej, lahko predstavlja dokaz, na podlagi katerih podatkov in analiz je odbor sprejel sklepe. S tem se bosta zagotovila tudi revizijska sled in lažje reproduciranje okoliščin, kakršne so bile v času sprejemanja odločitev.

2.1.2.3 Izvajanje analiz in presoja alternativnih strategij

Analiza tveganj

2.1.2.3.a V skladu s smernicami mednarodnih finančnih organizacij naj bi srednjeročna strategija zadolževanja vključevala analizo obstoječega dolžniškega portfelja in na podlagi kazalnikov ranljivosti dolga poudarila ključna tveganja, ki izhajajo iz portfelja, ter podala usmeritev, na kakšen način naj se tveganja obvladujejo. Zato naj bi bile pred postavitvijo ciljev izvedene analize trenutnega dolga, ki identificirajo ranljivost dolžniškega portfelja na šoke na trgu in na podlagi katerih se določijo takšni cilji zadolževanja, ki izpostavljenost dolga tveganjem kar najbolj zmanjšajo. V praksi to pomeni dobro poznavanje svojega dolžniškega portfelja vključno z oceno, na katerem segmentu je dolg najbolj izpostavljen tveganjem. Ministrstvo izvaja redne analize strukture dolžniškega portfelja, kar tudi javno objavlja v biltenih javnih financ. V biltenih javnih financ so objavljeni podatki glede dolga državnega proračuna na podlagi naslednjih razmerij:

- struktura dolga glede na vrsto obrestne mere,
- valutna struktura dolga,
- struktura dolga po vrstah kreditorjev (vključno z razmerjem notranjega in zunanjega dolga),
- struktura dolga glede na ročnost ob izdaji,
- struktura dolga glede na vrsto instrumenta.

Niti iz objavljenih dokumentov niti iz dokumentov, ki jih je ministrstvo predložilo vladi, pa ni mogoče ugotoviti ocene tveganj dolžniškega portfelja. Takšna ocena bi bila podlaga za odločitev glede prihodnjih srednjeročnih ciljev zadolževanja, ki bi jih ob sprejemanju srednjeročne strategije sprejela vlada.

⁹⁸ Sklep ministrstva, št. 011-2/2014/1 z dne 18. 4. 2014.

2.1.2.3.b Na podlagi posameznih kazalnikov smo analizirali strukturo portfelja dolga državnega proračuna in tveganja, ki iz strukture izhajajo. V tabeli 5 prikazujemo kazalnike, ki kažejo izpostavljenost dolga državnega proračuna spremembam obrestnih mer in valutnim nihanjem.

Tabela 5: Kazalniki⁹⁹, ki kažejo izpostavljenost dolga državnega proračuna spremembam obrestnih mer in valutnim nihanjem na dan 31. 12. 2012, 31. 12. 2013 in 30. 6. 2014

Kazalnik	v odstotkih		
	31. 12. 2012	31. 12. 2013	30. 6. 2014
Dolg v tuji valuti/dolg	10,3	20,2	27,7
Dolg v tuji valuti, varovan s posli valutne zamenjave/dolg	10,3	20,1	27,6
Dolg v domači valuti/dolg	89,7	79,8	72,3
Dolg s fiksno obrestno mero/dolg	95,1	96,9	97,4
Dolg s spremenljivo obrestno mero/dolg	4,9	3,1	2,6

Vira: Bilten javnih financ, april 2014 in podatki ministrstva.

Kazalnik deleža dolga v tuji valuti kaže na povečanje dolga državnega proračuna v tuji valuti v letih 2013 in 2014. Na dan 30. 6. 2014 je bilo tako 27,7 odstotka dolga v tuji valuti, in sicer v ameriških dolarjih (v nadaljevanju: dolarji). Dolg v tuji valuti je izpostavljen tečajnim tveganjem, vendar je država za večino tega dolga izvedla posle valutne zamenjave in tako odpravila izpostavljenost tečajnemu tveganju. Obveznosti iz tega dolga bo poravnala v vnaprej znanem znesku v evrih. Na dan 30. 6. 2014 je bilo tako le 0,1 odstotka dolga državnega proračuna nominiranega v tuji valuti, ki ni bil varovan s posli valutne zamenjave. Zaradi poslov valutne zamenjave se je povečalo likvidnostno tveganje, saj iz teh poslov izhaja, da mora Republika Slovenija tedensko zagotavljati denarno pokritje kot varščino za izpolnitev obveznosti iz pogodb.

⁹⁹ Tako kot opomba 25.

Vpliv spremembe tečaja na višino obveznosti

Če država ob izdaji obveznic v tuji valuti ne izvede poslov valutne zamenjave, se izpostavi tveganju, da bodo prihodnje obveznosti države do vlagateljev bistveno višje od pričakovanih. Obseg tveganja ponazarjajo izračuni, predstavljeni v nadaljevanju.

V letu 2013 in prvi polovici leta 2014 je Republika Slovenija izdala štiri obveznice, nominirane v dolarjih, v skupni vrednosti 5.256 milijonov evrov. Republika Slovenija bo dolg odplačala glede na vnaprej dogovorjeni fiksni tečaj¹⁰⁰. V času izdaje obveznic je bil tečaj evro/dolar višji, kot znaša povprečno razmerje od uvedbe evra¹⁰¹. Zanimalo nas je, koliko večje bi bilo odplačilo dolga¹⁰², če posli valutne zamenjave ne bi bili sklenjeni in bi bil tečaj na dan odplačila enak povprečnemu tečaju evro/dolar od uvedbe evra. Izračun ministrstva je pokazal, da bi bilo odplačilo dolga za vse štiri obveznice v takem primeru za 977 milijonov evrov višje¹⁰³ od dejanskega. Če bi vrednost evra padla na najnižjo vrednost od uvedbe evra¹⁰⁴, bi državni proračun moral odplačati za 4.952 milijonov evrov več kot dejansko. Iz izračuna je prav tako razvidno, da sprememba tečaja za 0,01 v korist dolarja poveča skupen obseg plačila za več kot 52 milijonov evrov.

Pojasnilo ministrstva

Zadolžitve v dolarjih so tiste, na podlagi katerih je bil vzpostavljen portfelj valutnih zamenjav za zaščito pred tečajnim tveganjem, zaradi katerega je portfelj najbolj izpostavljen tržnim tveganjem in s tem tudi likvidnostnemu tveganju zaradi potencialno potrebnega zagotavljanja denarnega pokritja. Republika Slovenija in banke partnerice v valutni zamenjavi so pogodbeno namreč medsebojno zavezane, da druga drugi na tedenski ravni zagotavljajo denarno pokritje za zmanjšanje kreditnega tveganja zaradi posla valutne zamenjave, zato je dosežena tudi nižja obrestna mera – manjši pribitek in s tem nižji obrestni izdatki, kot če tovrstni posel ne bi bil sklenjen. S tem se zmanjša tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne strani iz pogodbe. Denarno pokritje po vsebini predstavlja varščino za izpolnitev obveznosti iz pogodbe. Namen denarnega pokritja, ki ga zagotavlja ena ali druga stran, je, da se ohranja nevtralna tržna vrednost valutne zamenjave, ki je enaka tisti na dan sklenitve posla. Za Republiko Slovenijo zagotavljanje denarnega pokritja predstavlja odliv sredstev proračuna, njegova velikost pa je odvisna od tečajnih nihanj. Zato je bila izdelana analiza občutljivosti in podana ocena denarnega pokritja ob upoštevanju neugodnega scenarija razvoja tržne vrednosti valutnega portfelja na koncu leta 2014 in leta 2015.

Kazalnik dolga glede na obrestno mero kaže, da ima le majhen delež dolga državnega proračuna spremenljivo obrestno mero. Ta dolg ni zaščiten z izvedenimi finančnimi instrumenti, vendar ocenjujemo, da je izpostavljenost portfelja zaradi nizkega obsega tovrstnega dolga zanemarljiva. Trenutno gibanje

¹⁰⁰ Fiksni tečaj za obveznici, ki sta bili izdani v maju 2013 (USDBOND 4,75 odstotka in USDBOND 5,85 odstotka), znaša 1,3027 dolarja za evro, fiksni tečaj za obveznici, ki sta bili izdani v februarju 2014 (USDBOND 4,125 odstotka in USDBOND 5,25 odstotka), pa znaša 1,3620 dolarja za evro.

¹⁰¹ Povprečno razmerje je 1,22 dolarja za evro.

¹⁰² Znesek glavnice in vseh obresti.

¹⁰³ Ta in v nadaljevanju navedeni izračuni predstavljajo zgolj razliko na podlagi spremembe tečajev in ne vključujejo morebitnih drugih stroškov.

¹⁰⁴ To razmerje je 0,84 dolarja za evro.

obrestnih mer EURIBOR¹⁰⁵ in LIBOR¹⁰⁶ je zelo ugodno, saj dosega rekordno nizke ravni¹⁰⁷, zato so stroški zadolžitve, ki se nanašajo na obrestni meri, trenutno relativno nizki. OECD ugotavlja, da želijo države članice OECD izkoristiti relativno ugodne pogoje zadolžitve, zato se povečuje obseg zadolžitve s spremenljivo obrestno mero, in sicer tako pri kratkoročnem kakor tudi pri dolgoročnem zadolževanju¹⁰⁸. V Republiki Sloveniji delež dolga državnega proračuna s spremenljivo obrestno mero od leta 2012 pada, pri čemer gre predvsem za kratkoročni dolg.

Tveganje refinanciranja dolga državnega proračuna se je v letu 2014 v primerjavi z letom poprej zmanjšalo. To se odraža v dveh ključnih kazalnikih, in sicer v tehanem povprečnem času do dospelja¹⁰⁹ in povprečnemu času vezave¹¹⁰, ki sta se povečala¹¹¹. Države z višjo vrednostjo teh kazalnikov so manj ranljive za velike spremembe obrestnih mer. Iz analize, ki jo je izvedla OECD¹¹², je razvidno, da se je povprečni čas do dospelja dolga v primerjavi s predkriznim časom v večini držav članic OECD povečal. Povprečni čas do dospelja je v državah članicah OECD v letu 2007 znašal 6,3 leta, v letu 2013 pa 7,2 leta. V Republiki Sloveniji je povprečni čas do dospelja v letu 2007 znašal 5,2 leta, do leta 2011 se je povečal na 6,6 leta, nato pa je do leta 2013 spet padel na 5,7 leta. Razloge za padec lahko iščemo v omejenem dostopu Republike Slovenije do tujih finančnih trgov, zaradi česar se je bilo težje zadolžiti z instrumentom daljše ročnosti, prav tako je bila cena tovrstne zadolžitve precej visoka. Zato se je državni proračun v večji meri zadolžil z instrumenti krajše ročnosti. V letu 2014 se povprečni čas do dospelja spet zvišuje (na polovici leta 2014 je znašal 5,9 leta). Povprečni čas do dospelja se torej veča, vendar še ne dosega povprečja držav OECD.

¹⁰⁵ EURIBOR – *Euro Interbank Offered Rate*. Obrestna mera za denarna sredstva, ki se uporablja pri posojanju med bankami v evroobmočju.

¹⁰⁶ LIBOR – *London Interbank Offered Rate*. Obrestna mera za denarna sredstva, ki jo uporabljajo vodilne banke v Londonu pri posojanju med bankami.

¹⁰⁷ Ob koncu obdobja, na katero se nanaša revizija (na dan 1. 7. 2014), je šestmesečni EURIBOR na primer znašal 0,302 odstotka, šestmesečni LIBOR pa le 0,272 odstotka.

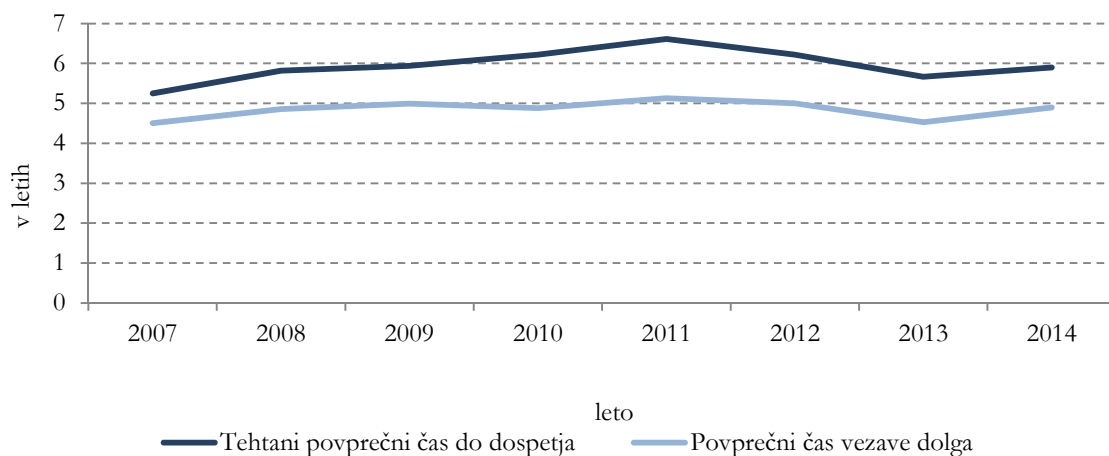
¹⁰⁸ *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2014*, *OECD Publishing*, [http://dx.doi.org/10.1787/sov_b_outlk-2014-en], 16. 9. 2014.

¹⁰⁹ Povprečje se izračunava za celoten portfelj dolga državnega proračuna.

¹¹⁰ Povprečje se izračunava za portfelj obveznic.

¹¹¹ Kazalnika ne prikažeta razporeditve odplačil glavnin dolga po letih, kar je tudi pomemben element obvladovanja tveganja refinanciranja. Tveganje refinanciranja je namreč manjše, če je odplačilo dolgov enakomerno razporejeno po letih, kakor če odplačila po posameznih letih bistveno odstopajo od povprečja. Mednarodna primerjava OECD je bila narejena z upoštevanjem kazalnika povprečne zapadlosti do dospelja, zato je tudi naveden. Vpliv zadolžitve na razporeditve odplačil glavnin dolgov po letih je predstavljen v točkah 2.2.3.c in 2.2.4.c tega poročila.

¹¹² Tako kot opomba 108.

Slika 5: Tehtani povprečni čas do dospelja¹¹³ in povprečni čas vezave dolga¹¹⁴

Vir: podatki ministrstva.

Tveganje refinanciranja bi bilo mogoče dodatno zmanjšati z izdajo obveznic, ki bi imele čas dospelosti daljši od 10 oziroma 12 let, kolikor znaša rok do dospelosti obveznice s trenutno najdaljšim časom do dospelosti. Ob tem je treba upoštevati tudi ceno tovrstne zadolžitve in oceniti, ali ni morda predraga glede na ceno zadolžitve s krajšim časom dospelosti¹¹⁵.

Pojasnilo ministrstva

Upoštevajoč trenutni povprečni tehtani čas dospelosti dolga se Republika Slovenija s 5,9 leta uvršča nekoliko pod povprečje razvitih držav OECD. V roku enega leta v odplačilo zapade 13,5 odstotka dolga, v roku od enega leta do pet let 35,2 odstotka in v obdobju, daljšem od pet let, 51,3 odstotka dolga. Izdaja dolgoročne obveznice z referenčno zapadlostjo (daljša od 12 let) bi ob ugodnih cenovnih pogojih lahko prispevala k zmanjšanju tveganja refinanciranja kot tudi k doseganju cilja oblikovanja krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev in transparentne realne tržne cene na dolgem koncu krivulje.

2.1.2.3.c Finančna kriza je razkrila, da je poleg tradicionalnih tveganj treba analizirati izpostavljenost portfelja tudi glede na interakcijo z makroekonomskimi tveganji. Na upravljanje z dolgom in zmožnost zadolževanja namreč v veliki meri vplivajo tudi eksogeni elementi, ki s strukturo dolga in z zadolževanjem niso neposredno povezani, vendar imajo lahko velike posledice na zmožnost zadolževanja¹¹⁶. Zato bi bilo smiselno v okvir za spremljanje in obvladovanje tveganj zajeti tudi tovrstna tveganja, za preverjanja novih

¹¹³ Tehtani povprečni čas do dospelja portfelja se izračuna kot vsota zmnožkov preostalih ročnosti do dospelja posameznih poslov z utežmi, ki se izračunajo kot razmerje med stanjem posameznega posla in stanjem celotnega portfelja.

¹¹⁴ Povprečni čas vezave je razmerje med časovno tehtano sedanjo vrednostjo portfelja obveznic in sedanjo vrednostjo portfelja obveznic.

¹¹⁵ Pri tem je treba proučiti razmerje med koristmi dolgoročne zadolžitve in razlike v ceni tovrstne zadolžitve v primerjavi s kratkoročnejšo zadolžitvijo (ta razlika se označuje s pojmom 'term premium').

¹¹⁶ Tak primer so bila na primer prikrita tveganja bančnega sektorja, ki so vzrok za začetek finančne krize, posledice katere so prizadele tudi sposobnost zadolževanja države.

vrst tveganj pa bi bilo smiselno izvesti analize in stresne teste¹¹⁷. Ti testi naj bi temeljili na različnih scenarijih razvoja gospodarskih in finančnih razmer, od ugodnih prek pričakovanih do neugodnih scenarijev. Zaradi širokega spektra področij, na katera se tovrstni testi nanašajo oziroma iz katerih se zbirajo informacije za izvedbo testov, bi bilo smotno, da se testi izvedejo v sodelovanju z drugimi organi, ki so pristojni za posamezna področja in lahko prispevajo pomembne informacije, hkrati pa se z rezultati testov lahko analizirajo tveganja, ki se nanašajo na več področij¹¹⁸.

Ministrstvo je izvajalo analize občutljivosti dolga po posameznih spremenljivkah, kot sta raven obrestne mere Evropske centralne banke ter velikost primanjkljaja državnega proračuna. Na podlagi tega je ocenjevalo stroške servisiranja dolga v prihodnjih letih. Prav tako je po več scenarijih analiziralo možno višino dolga glede na rezultate obremenitvenih testov bank. Vlada izvedbe posebnih stresnih testov prikritih (pogojnih) obveznosti, ki izvirajo iz gospodarskih in finančnih razmer, ni naročila. Tovrstni testi bi zajeli širši spekter možnih tveganj, ki ne izhajajo zgolj iz dolžniškega portfelja, temveč so odvisni tudi od gospodarskih ali finančnih razmer. Testi bi podali bolj poglobljeno sliko tveganj, ki bi jih Republika Slovenija morala obvladati na več področjih, zato menimo, da bi bilo tovrstne teste smiselno izvesti ob sodelovanju več deležnikov z različnih področij¹¹⁹. Ministrstvo namreč ne razpolaga niti z vsemi potrebnimi informacijami niti s potrebnimi viri za samostojno izvedbo tovrstnih testov.

Priporočilo

Vladi priporočamo, naj v okviru svojih pristojnosti prične z aktivnostmi, ki bodo omogočile sodelovanje deležnikov z različnih področij pri izvedbi stresnih testov, na podlagi katerih bi se analizirale posledice uresničitve ključnih tveganj na zmožnost servisiranja dolga.

2.1.2.3.d Poleg tveganj, ki izhajajo iz dolžniškega portfelja in gospodarskih ter finančnih razmer, je treba analizirati in obvladovati tudi operativna tveganja, ki izhajajo iz organizacije in postopkov, povezanih z zadolževanjem. Pri tem imata pomembno vlogo kadrovska struktura in zmožnost organizacije, da se izvedejo vse naloge in postopki tudi ob nepričakovani odsotnosti zaposlenih.

Ključne naloge pri načrtovanju in izvedbi zadolževanja izvajata Oddelek za izvrševanje transakcij z državnim dolgom (v nadaljevanju: oddelek) in Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko, ki sta organizirana v okviru Direktorata za zakladništvo.

Oddelek izvaja postopke zadolževanja za izvrševanje državnega proračuna in izvršuje transakcije upravljanja z dolgom državnega proračuna. Poleg tega poroča o stanju in strukturi državnega dolga domači javnosti, evropskim in mednarodnim institucijam ter agencijam za izdelavo kreditnega tveganja. Redno sodeluje tudi z mednarodnimi agencijami pri pripravi njihovih ocen kreditnega tveganja za dolgoročno in kratkoročno zadolženost Republike Slovenije v domači in tuji valuti. Obseg dela oddelka se je v zadnjih letih bistveno povečal. Po navedbah ministrstva so razlogi za to predvsem vstop

¹¹⁷ Tako kot opomba 37.

¹¹⁸ Povzeto po *Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis – Practical Insights and Policy Lessons*, International Monetary Fund, 2011.

¹¹⁹ Na primer Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, Banka Slovenije in drugi.

v evroobmočje¹²⁰, nastop dolžniške krize in s tem povečan obseg zadolževanja¹²¹ ter znižanje kreditne ocene Republike Slovenije in s tem intenzivnejša komunikacija z bonitetnimi agencijami in javnostjo. Število zaposlenih v obdobju od leta 2005 je bilo največje v letu 2007, ko je bilo na oddelku nekaj časa sedem zaposlenih, do junija 2014 se je število zaposlenih zmanjšalo na pet¹²².

Pojasnilo ministrstva

Pri izdaji obveznic sodelujejo trije zaposleni z oddelka, ki so nosilci priprave prospekta, dokumentacije za izdajo obveznic in dokumentacije za valutno zamenjavo (dva s pravno izobrazbo, eden z ekonomsko izobrazbo). V času priprave izdaje obveznic se zaposleni, neposredno zadolženi za pripravo, ne morejo oziroma se zelo težko vključujejo v opravljanje drugih nalog, saj priprava transakcije od njih zahteva polno angažiranost, tudi podaljševanje delovnega časa oziroma nadurno delo. V letu 2014 se je ministrstvo moralo soočiti z odbodom kakovostnega kadra, negotovost glede ustrezne nadomestitve pa je velika; v primeru nenadomestitve bosta transakcijo zadolževanja z obveznico nosila le dva zaposlena, kar glede na obsežnost priprave dokumentacije in število nalog predstavlja zelo veliko operativno tveganje. Poleg aktivnosti, povezanih z zadolževanjem z obveznicami, se v oddelku izvajajo tudi zadolžitve z zakladnimi menicami prek avkcij, ki se v zadnjih letih izvršujejo pravzaprav vsak mesec. Tudi tu je mnogo aktivnosti, od priprave do izvedbe avkcij, analiza avkcij, vpis v Centralno klirinško depotno družbo, d. d., Ljubljana in uvrstitev v borzni trg. Nosilec izvedbe avkcij zakladnih menic je ena oseba, ki ima zagotovljeno zamenjavo ob odsotnosti, vendar je tisti, ki ga nadomešča, neposredno vključen v transakcijo izdaje obveznic. Če se transakciji časovno prekrivata, je operativno tveganje zelo visoko.

Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko je bil ustanovljen v letu 2013. Izvaja več vrst nalog, na področju zadolževanja kot pomembnejše poudarjamo predvsem upravljanje in analiziranje portfelja državnega dolga, pripravo podatkovnih podlag za sodelovanje pri pripravi predlogov državnega proračuna z vidika servisiranja dolga državnega proračuna, ocenjevanje tveganj, analiziranje dogajanja na finančnih in denarnih trgih ter izdelavo raznih poročil. Obseg dela Sektorja za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko se je bistveno povečal od začetka finančne krize – od leta 2007 se je obseg dolžniškega portfelja, s katerim upravlja sektor, povečal za več kot 18.000 milijonov evrov oziroma za več kot trikrat. V sektorju je pet zaposlenih, sprva jih je bilo predvidenih sedem.

Pojasnilo ministrstva

Naloge, ki jih izvaja Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko, zahtevajo izrazite analitične sposobnosti posameznika, zato bi ga morali dodatno okrepiti z ljudmi z odličnimi kvantitativnimi sposobnostmi in naprednim poznavanjem kvantitativnih in matematičnih financ. Portfelj dolga državnega proračuna se je v času krize zelo povečal, upravljanje takšnega portfelja pa zahteva poglobljeno finančno znanje, kvantitativne sposobnosti in aktivno upravljanje z dolgom ter s tem razpolaganje z ustreznim številom ljudi z ustreznim znanjem.

¹²⁰ S tem je bilo treba vzpostaviti novo strukturo primarnega in sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.

¹²¹ V letih 2007 in 2008 je bila izdana po ena referenčna obveznica Republike Slovenije v evrih v evroobmočju, v letu 2009 tri takšne obveznice, v letih 2010 in 2011 po dve takšni obveznici, v letu 2012 ena referenčna obveznica v dolarjih na ameriškem trgu, v letu 2013 dve izdaji obveznic v dolarjih na ameriškem trgu ter ena obveznica v evrih v okviru zaprte izdaje, v letu 2014 dve obveznici v dolarjih na ameriškem trgu in dve v evrih v evroobmočju. Ob izdajah obveznic v dolarjih so se sklepali še posli valutne zamenjave, kar predstavlja dodatno obremenitev.

¹²² V oddelku je že bilo tudi manj zaposlenih. Tako so bili na primer v juniju in juliju 2010 v oddelku zaposleni le trije, nato se je število zaposlenih znova povečalo.

Glede na obseg nalog in gibanje števila zaposlenih ocenjujemo, da obstaja sorazmerno veliko operativno tveganje pravočasne izvršitve vseh zahtevanih opravil in postopkov ob izdajah vrednostnih papirjev, še posebej zaradi nepričakovanih odsotnosti. Finančne posledice uresničitve tega tveganja so za državni proračun lahko zelo velike¹²³, zato menimo, da bi ministrstvo moralo analizirati dejanski obseg nalog in dela, ki ga zahteva izvedba poslov zadolževanja, in v notranjih organizacijskih enotah, ki sodelujejo pri teh poslih, zagotoviti ustrezno kadrovsko zasedbo in strukturo.

Analiza alternativnih strategij

2.1.2.3.e V skladu s smernicami mednarodnih finančnih organizacij naj bi vlada pri pripravi srednjeročne strategije zadolževanja končno odločitev o najustreznejši strategiji sprejela tudi ob upoštevanju analiz različnih, alternativnih strategij. Na podlagi analiz alternativnih strategij je mogoče ugotoviti, katera strategija je tista, ki najbolj odraža odločitev vlade glede dopustne izpostavljenosti tveganjem, zasleduje odpravo ugotovljenih ranljivosti dolžniškega portfelja in morebiti tudi druge cilje¹²⁴, ki jih vlada želi doseči z zadolževanjem¹²⁵. Vlada srednjeročne strategije zadolževanja ni sprejemala, zato tudi ni naročila priprave alternativnih strategij.

Analiza možnih virov (instrumentov) financiranja

2.1.2.3.f Mednarodni finančni trgi ponujajo veliko možnosti glede načina zadolžitve oziroma instrumentov zadolžitve. Med bolj uveljavljenimi srednje- in dolgoročnimi instrumenti so na primer izdaja obveznic na sindiciran način¹²⁶, izdaja obveznic na avkcijski način¹²⁷, izdaja obveznic, namenjenih omejenemu krogu investitorjev (zasebni plasma), izdaja obveznic po programu EMTN¹²⁸, bančna posojila, 'schuldchein'¹²⁹, REPO¹³⁰. Instrumenti se med seboj razlikujejo glede na več kriterijev¹³¹, zato je pomembno, da organ zadolževanja dobro pozna zakonitosti instrumentov in se na podlagi analiz odloči za najustreznejšo izbiro glede na postavljene cilje. Iz programov financiranja izhajajo, da je primarni instrument zadolževanja izdaja referenčnih državnih obveznic na evropskem in drugih trgih, in sicer na sindiciran

¹²³ Če zadolžitev na primer ni izvedena pravočasno, se lahko zgodi, da proračun nima zagotovljenih dovolj sredstev za plačilo vseh obveznosti. Preslaba priprava na izdajo vrednostnega papirja, ki vključuje tudi analizo gibanja finančnega trga, pa lahko privede do bistveno višje cene zadolžitve od tiste, ki bi jo bilo mogoče doseči ob ustrezni pripravi – pri zadolžitvi v vrednosti 1.000 milijonov evrov za 0,1 odstotka višja obrestna mera predstavlja dodaten milijon evrov obresti.

¹²⁴ Na primer vpliv na gospodarstvo v državi.

¹²⁵ *Developing MTDS, DeMPA Tool*.

¹²⁶ Izdaja obveznic, pri kateri je primarni vpisnik sindikat bank, ta pa obveznico prodaja drugim investitorjem. Postopek izdaje obveznic na sindiciran način je opisan v točki 2.2.1 tega poročila.

¹²⁷ Izdaja obveznic, pri kateri se vpisniki izberejo na avkciji glede na ponujeno ceno zadolžitve.

¹²⁸ EMTN – *Euro Medium Term Note* – instrument, katerega ročnost je praviloma krajša od pet let in je prek standardiziranega dokumenta (programa) finančnim trgom ponujen kontinuirano in ne hkrati kot na primer pri sindicirani izdaji obveznic.

¹²⁹ Posojilo, izdano enemu ali ozkemu krogu investitorjev, predvsem nemškim zavarovalnicam in pokojninskim skladom. Običajno mora biti v skladu s pravili nemškega pravnega reda.

¹³⁰ *Repurchase agreement* – posel, v katerem se izdajatelj obveznic zaveže, da bo izdane obveznice odkupil po vnaprej dogovorjeni ceni.

¹³¹ Na primer glede višine sredstev, ki jih je mogoče zbrati s posameznim instrumentom, glede tveganj, ki jih prinašajo, in ali se z njimi trguje tudi na sekundarnem trgu ter glede na druge kriterije.

način. Po ugotovitvah ministrstva izdaja tovrstne obveznice najbolj prispeva k doseganju strateških ciljev¹³².

V letu 2013 je bil dostop do finančnih trgov za Republiko Slovenijo omejen, zato je bila uspešnost izdaje obveznice na indiciran način na tujih trgih vprašljiva, tveganje neizvršitve pa sorazmerno veliko. Ministrstvo je do takšnega zaključka prišlo z analiziranjem finančnih trgov in s povpraševanji pri sindikatih bank, ki kot primarni vpisniki sodelujejo pri izdajah indiciranih obveznic. Povpraševanje ni bilo uspešno¹³³, zato je Direktorat za zakladništvo analiziral alternativne možnosti zadolževanja in ministru¹³⁴, ki sprejme končno odločitev o zadolžitvi, predlagal najbolj ustrezno možnost. Ocenjujemo, da so bile tovrstne analize ustrezna podlaga za odločanje o načinu zadolžitve, izkazujejo pa tudi dobro poznavanje možnih instrumentov zadolževanja. Analize so bile izvedene na konkretnih podatkih o stanju na finančnih trgih in pogojih možnih zadolžitve, ki so jih pridobili od potencialnih investitorjev. Menimo, da bi bile tovrstne analize finančnih instrumentov in finančnih trgov, ki za daljše časovno obdobje ne morejo biti tako natančne, ustrezna podlaga tudi pri sprejemanju srednjeročne strategije zadolževanja. Tako bi se o možnostih zadolžitve, ki jih nudijo finančni trgi, in s tveganji, ki iz njih izhajajo, seznanila tudi vlada, ki bi sprejela odločitev o dopustni stopnji tveganja, ki bi jo v določenem srednjeročnem obdobju zasledovalo zadolževanje državnega proračuna.

2.1.2.4 Tok informacij

2.1.2.4.a Tako za pripravo strategije zadolževanja kot tudi za sprotno delo organa zadolževanja je zelo pomembno, da ima vse ključne informacije o načrtovani fiskalni in gospodarski politiki ter drugih politikah¹³⁵, ki lahko vplivajo na oceno investitorjev o sposobnosti državnega proračuna za odplačilo dolgov. Prav tako so pomembne informacije o aktualnih dogajanjih v državi, saj mora organ zadolževanja vzdrževati redne stike z investitorji, primarnimi vpisniki, bonitetnimi agencijami in drugimi institucijami, ki jih zanimajo tako predvidene aktivnosti na področju zadolževanja kakor tudi aktualna dogajanja v državi. Od tega so lahko odvisni tako odločitve o investiranju v vrednostne papirje države kakor tudi pogoji zadolžitve.

Ugotovili smo, da posebne komunikacijske poti med Direktoratom za zakladništvo, ki ima največ stika s temi institucijami, in drugimi nosilci politik¹³⁶ niso utečene, prav tako niso bili sprejeti posebni protokoli o načinu komunikacije in obveščanja direktorata o aktualnih odločitvah in tekočem dogajanju. Zato mora samostojno pridobivati informacije iz različnih virov oziroma svoje kadrovske zmogljivosti v povečanem obsegu in z večjo intenzivnostjo uporabljati za aktivnosti spremljanja dogajanja v državi. Med te aktivnosti

¹³² Povezava s točko 2.1.3.a tega poročila.

¹³³ To na primer dokazuje dopis banke *Goldman Sachs International, London* z dne 8. 7. 2014, iz katerega izhaja, da so si od junija do novembra 2013 prizadevali poiskati potencialne investitorje v dolg Republike Slovenije, vendar niso bili uspešni.

¹³⁴ Na primer dokumenti Izvajanje programa financiranja v letu 2013 z dne 5. 4. 2013, Izvajanje programa financiranja v letu 2013 z dne 10. 11. 2013 in Izvajanje programa financiranja v letu 2014 z dne 20. 12. 2013.

¹³⁵ Na primer politika na področju pokojnin, ki pomembno vpliva na stabilnost pokojninskega sistema v dolgoročnem obdobju.

¹³⁶ Na primer ministrstva oziroma ministri, ki oblikujejo politiko na področju gospodarstva, zdravstvenega varstva, izplačevanja pokojnin in socialnih transferov ter drugih področij, katerih odločitve imajo lahko dolgoročne posledice na javnofinančno porabo in s tem tudi na fiskalno vzdržnost.

sodi tudi pridobivanje natančnejših informacij od drugih institucij v državi, ki imajo te podatke oziroma so vir teh informacij. Zanesljive informacije¹³⁷ so pri odločitvah, ki jih pri izvedbi poslov zadolževanja sprejema Direktorat za zakladništvo, ključnega pomena. Zato menimo, da bi bilo smotrno vzpostaviti protokole komunikacije, še posebej za obdobja, ko poteka priprava prospektov ob izdaji vrednostnih papirjev, na podlagi katerih bi bil Direktorat za zakladništvo seznanjen s trenutnim in z načrtovanim dogajanjem, hkrati pa bi se bilo smotrno opredeliti in dogovoriti o načinu komuniciranja nosilcev oblasti z javnostjo v času izdaje vrednostnih papirjev.

Pojasnilo ministrstva

Posebne komunikacijske poti ali protokoli z nosilci drugih politik niso uvedeni, Direktorat za zakladništvo sam pridobiva informacije o ključnih dogodkih iz različnih virov. V času priprave transakcije zadolžitve z izdajo obveznice, ko se pripravlja prospekt obveznice, ki mora zajemati ključne informacije o razmerah v državi, Direktorat za zakladništvo na zaprosilo pridobi informacije od različnih ministrstev, Banke Slovenije, Urada Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj ter drugih, pri čemer pa mora sam že prej kar se da dobro poznati dogajanja v državi, da preveri, ali so med prispevki ministrstev in drugih res ključne informacije, ki so za investitorje pomembne, ko se odločajo za vlaganje v državne vrednostne papirje Republike Slovenije.

2.1.3 Operativni cilji zadolževanja

Operativni cilji zadolževanja za leti 2013 in 2014 so opredeljeni v Programu financiranja 2013 in Programu financiranja 2014. Opredeljeni so s predvideno vrsto in strukturo instrumentov zadolževanja in upravljanja z državnim dolgom ter z okvirnimi usmeritvami glede načina izvedbe teh operacij. Iz programov financiranja izhaja, da se struktura instrumentov zadolževanja, razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim financiranjem in dinamika zadolževanja praviloma načrtujejo predvsem na podlagi strateških ciljev in načel zadolževanja za državni proračun in ocenjene dinamike proračunskih denarnih tokov.

2.1.3.a Kot primarni instrument financiranja je za posamezno leto določeno dolgoročno zadolževanje z izdajo referenčnih državnih obveznic, in sicer na evropskih ali drugih trgih na sindiciran način. Programa financiranja kot alternativne načine zadolžitve določata tudi druge instrumente zadolževanja, kot so dodatna izdaja že obstoječih referenčnih obveznic, izdaja obveznic na avkcijski način, izdaja obveznic, namenjenih omejenemu krogu investitorjev, izdaja obveznic po programu EMTN, bančna posojila, 'schuldschein' ali drugi dolgoročni instrumenti zadolževanja, uveljavljeni na finančnem trgu. Izbira dolgoročnega instrumenta zadolževanja, njegova ročnost in dinamika izdaje so prepuščene odločitvi ministra v odvisnosti od tržnih razmer, v skladu s strateškimi in z operativnimi cilji ter upošteva strukturo ročnosti obstoječega državnega dolga.

Kratkoročno zadolževanje je praviloma namenjeno upravljanju likvidnosti državnega proračuna med letom¹³⁸. Iz programov financiranja še izhaja, če financiranja državnega proračuna zaradi razmer na finančnem trgu ne bo mogoče izvesti na takšen način, bo izdaja državnih obveznic dopolnjena ali nadomeščena z izvedbo alternativnih dolgoročnih instrumentov financiranja in/ali s povečanim obsegom kratkoročnega zadolževanja. V takšnih primerih je tudi kratkoročno zadolževanje, ki dospe v izplačilo v

¹³⁷ Zanesljivost informacij je zagotovljena, če ne vsebujejo pomembnih napak in se uporabniki nanje lahko zanesejo, ker verodostojno predstavljajo pomembne pojave; biti morajo popolne in dovolj upoštevati potrebo po previdnosti.

¹³⁸ V skladu s četrtem odstavkom 81. člena ZJF se lahko država likvidnostno zadolži, če se zaradi neenakomernega pritekanja prejemkov izvrševanje proračuna ne more uravnovesiti.

prihodnjem letu, namenjeno financiranju izvrševanja državnega proračuna in ne le upravljanju likvidnosti. Operativni cilji glede dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja, ki jih določata programa financiranja, so torej določeni le na podlagi določitve instrumentov, s katerimi se bo zadolževal proračun. S tem sta postavljena okvir za zadolževanje in način zadolževanja. Z določitvijo instrumenta zadolževanja, ki ga mora ministrstvo v prvi vrsti uporabiti, se vsaj v določenem delu opredeli tudi cilj zadolževanja. Značilnosti posameznih instrumentov namreč določajo, ali bo zadolžitev prispevala k doseganju strateških ciljev ali ne.

Javna izdaja obveznic in doseganje strateških ciljev

Zadolževanje z javno izdajo obveznic na trgu v največji meri zagotavlja doseganje strateških ciljev, ki so navedeni v obeh programih financiranja. Prodaja take obveznice je razpršena med veliko investorjev. Več investorjev lahko zagotovi več sredstev za financiranje izvrševanja proračuna, poleg tega pa se zaradi konkurence med investitorji lahko doseže nižja zahtevana stopnja donosnosti¹³⁹. Široko investitorsko zaledje zmanjšuje tveganje refinanciranja, saj država ni odvisna zgolj od enega investitorja in ima zato zanesljivejši dostop do virov financiranja. Pri javni izdaji obveznic več investorjev državi zagotovi več sredstev po nižji ceni in z manjšim tveganjem refinanciranja¹⁴⁰. Tako se izmed vseh instrumentov zadolževanja ravno z javno izdajo obveznic v največji meri zasledujejo naslednji strateški cilji:

- zagotovitev financiranja izvrševanja proračuna;
- minimiziranje stroškov financiranja v dolgoročnem obdobju ob vzdržnem tveganju refinanciranja;
- izvedba transakcij z uporabo tržnih metod;
- širitev investitorskega zaledja in
- zagotovitev stalnega, zanesljivega dostopa do virov financiranja.

Naslednji cilji v programih financiranja so predvideni le za vrednostne papirje države, torej obveznice in zakladne menice:

- čim boljše pozicioniranje vrednostnih papirjev Republike Slovenije med državami članicami EMU;
- razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev s ciljem učinkovitega oblikovanja transparentne realne tržne cene državnih vrednostnih papirjev;
- povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter
- oblikovanje krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev.

Vsaka izdaja obveznic pripomore k doseganju navedenih ciljev. So pa ti cilji v največji meri doseženi pri javni izdaji obveznic, saj omogoča, da se obveznice razporedijo med investitorje tako, da je na sekundarnem trgu več trgovanja z obveznicami, kar pomeni večjo likvidnost obveznic, ki pripomore k oblikovanju transparentne realne tržne cene in krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev.

¹³⁹ Zahtevana stopnja donosnosti obveznice poleg kuponske obrestne mere upošteva še ceno obveznice in predstavlja donosnost za kupca obveznice. Država običajno proda obveznico za nižjo ceno, kot znaša nominalni znesek obveznice, ki ga je treba vrniti. Kuponska obrestna mera predstavlja obrestno mero glede na nominalni znesek obveznice.

¹⁴⁰ Če bi se izvrševanje proračuna financiralo na primer s posojili, bi bila država odvisna od manjšega števila posojilodajalcev, o zahtevani stopnji donosnosti pa bi se pri vsakem posojilu pogajala zgolj z enim posojilodajalcem. Instrumenti, kjer se o ceni zadolžitve država pogaja le z enim investitorjem, niso tržne narave, zato tudi cena zadolžitve ni nujno odraz dogajanja na trgu. S tovrstnimi instrumenti zato ni mogoče doseči strateških ciljev v taki meri, kot je to mogoče z javno izdajo obveznic.

Z javno izdajo obveznic na indiciran način se lahko doseže taka razporeditev obveznic med investitorje, da se zmanjšuje nihanje zahtevane stopnje donosnosti obveznic na sekundarnem trgu, kar pomeni učinkovitejše oblikovanje transparentne realne tržne cene obveznic¹⁴¹.

Navedena usmeritev je omejena z načelom prožnosti, na podlagi katerega ima ministrstvo možnost izbire instrumenta glede na aktualne tržne razmere in povpraševanje investitorjev. Izbira instrumenta je torej prepuščena ministrstvu oziroma ministru. Navedeno je v skladu s Stockholmskimi načeli, po katerih morajo biti organi zadolževanja v času spremenjenih tržnih razmer prožni pri izvajanju operacij na trgu, tako da so pripravljeni uporabiti tudi druge instrumente zadolževanja oziroma prilagoditi obliko zadolžitve dogajanjem na trgu. S tem se obvladuje tveganje neizvršitve, hkrati pa se lahko zasleduje cilj minimiziranja stroškov.

Z opredelitvijo instrumentov zadolževanja je torej določen okvir oziroma način zadolževanja. Znotraj tega okvira pa obstaja še več neznank oziroma spremenljivk, ki so prepuščene odločitvi ministrstva¹⁴². Tako cilji glede strukture portfelja niso bili določeni, prav tako niso bili opredeljeni pokazatelji, na podlagi katerih bi bilo mogoče izmeriti, ali so bili ti cilji doseženi. Iz programov financiranja tako ni jasno razviden želeni obseg sprememb v dolžniškem portfelju oziroma zelena smer sprememb, niti ni razvidno, katera tveganja naj bi se z doseganjem teh ciljev bolje obvladala. V posameznem proračunskem letu bi morali biti operativni cilji zastavljeni tako, da postopno sledijo doseganju strateških ciljev in pričakovanih rezultatov politike države. Operativni cilji morajo biti jasne in razumljive izjave o tem, kaj se z zadolževanjem v proračunskem letu želi spremeniti oziroma doseči. Predpogoj za ugotavljanje uspešnosti izvajanja ciljev v posameznem časovnem obdobju je, da so cilji jasni in merljivi. To pa je mogoče le, če so konkretni, podrobni, osredotočeni in dobro definirani ter opredeljeni tako, da je njihovo doseganje mogoče meriti in poročanje o dosežkih tudi preveriti.

Pojasnilo ministrstva

Ministrstvo pri svojem delu sledi zastavljenim ciljem iz Strategije ministrstva in operativnim ciljem iz programov financiranja, pri čemer tudi skrbi, da se tveganost portfelja ne povečuje, temveč izboljšuje. Cilji glede ključnih indikatorjev so zato posredno že določeni, in sicer kot takšni, ki glede na prevladujoče tržne razmere in obete zmanjšujejo tveganja, da strateški cilji 2014–2015 in operativni cilji iz Programa financiranja 2014 ne bi bili doseženi. Iz gibanja indikatorjev je razvidno, da hitro spreminjajoče se in nestabilne zunanje okoliščine najprej zahtevajo prilagodljivost in odzivnost upravljarca na spremenjene razmere. V teh ekonomskih in finančnih razmerah je to zato bistveno pomembnejše in bolj potrebno od zanašanja na opredeljeni srednjeročni ciljni dolžniški portfelj, ki je zastavljen preveč statično in je neobčutljiv na prevladujoče tržne razmere v času sprejemanja odločitev o zadolževanju.

2.1.3.b V programih financiranja so predvideni tudi posli upravljanja z državnim dolgom. V skladu s prvim odstavkom 82. člena ZJF lahko država s črpanjem posojil in z izdajanjem vrednostnih papirjev pridobiva sredstva za vračilo državnega dolga pred njegovo dospelostjo ali za odkup lastnih vrednostnih papirjev. Pri teh transakcijah se merijo strošek dolga državnega proračuna v sedanjih vrednostih ter proračunski učinki na strošek servisiranja dolga, hkrati pa se upoštevajo tudi učinki na strukturo dolga, izpostavljenost makroekonomskim in tržnim tveganjem ter povečanje likvidnosti. S transakcijami odkupov oziroma zamenjav naj bi bili doseženi tudi pozitivni učinki na področju likvidnosti državnih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu, konsolidacije portfelja dolga državnega proračuna, oblikovanja referenčne

¹⁴¹ Zahtevana stopnja donosnosti obveznice na sekundarnem trgu izhaja neposredno iz cene obveznice.

¹⁴² Predvsem spremenljivke, ki se nanašajo na strukturo portfelja (ročnost, valuta, oblika obrestne mere).

krivulje donosa državnih vrednostnih papirjev in pozicioniranja dolga državnega proračuna na skupnem evropskem finančnem trgu. V programih financiranja so tako opredeljeni pogoji, ki morajo biti izpolnjeni za izvedbo transakcij odkupov in zamenjav, določena je tudi najvišja še sprejemljiva cena za izvedbo transakcije. Opredeljeni so tudi pozitivni učinki, ki naj bi se s transakcijo zasledovali in jih lahko razumemo kot pokazatelje delovanja, niso pa ti pokazatelji številčno ovrednoteni.

Med posle upravljanja z državnim dolgom sodijo tudi posli valutne in obrestne zamenjave. Iz programov financiranja izhaja, da lahko država v primeru zadolževanja z izdajami referenčnih državnih obveznic v valuti, ki ni domača, z namenom uravnavanja izpostavljenosti tečajnemu tveganju, ki bi izhajalo iz servisiranja obveznosti zaradi zadolžitve v tuji valuti, izvaja posle valutnih zamenjav. Pri zadolžitvi z variabilno obrestno mero se lahko za omejitev tveganja, ki bi izhajalo iz spremenljive osnove obrestne mere, izvede obrestna zamenjava takšne zadolžitve v fiksno obrestno mero. Pri tem iz programov financiranja ne izhajajo kriteriji, na podlagi katerih bi bilo mogoče ugotoviti, v katerih primerih se ti posli morajo skleniti in v katerih ne.

2.1.3.c Ugotavljamo, da postopek priprave letnega programa financiranja ni posebej opredeljen v notranjem aktu ali drugem predpisu, prav tako ni nikjer opredeljeno, do kdaj bi moral biti program financiranja pripravljen in sprejet. Ker je podlaga za izvedbo zadolžitve, lahko pozen sprejem programa financiranja ovira ministrstvo pri izbiri najbolj ustreznega trenutka za izvedbo zadolžitve. Program financiranja 2013 je bil sprejet 1. 2. 2013, Program financiranja 2014 pa 9. 1. 2014. Oba programa financiranja sta bila torej sprejeta v letu, katerega financiranje sta opredeljevala. Predvsem Program financiranja 2013 je bil pripravljen in potrjen prepozno¹⁴³, da bi omogočil zadolževanje že v januarju 2013. Menimo, da bi morala vlada za uspešno izvajanje zadolževanja države in upravljanja z dolgom ter intervencij na trgu vrednostnih papirjev program financiranja sprejeti pred posameznim proračunskim letom. Pravočasno sprejetje programa financiranja je predpogoj za zadolževanje in zagotavlja možnost pravočasne zagotovitve potrebnega financiranja proračuna. Nepravočasno sprejetje programa financiranja predstavlja tveganje za zagotovitev pravočasnega financiranja proračuna v potrebnem obsegu, lahko pa se zamudijo tudi ugodne razmere za zadolževanje na trgu¹⁴⁴.

Pojasnilo ministrstva

Na podlagi usmeritev generalnega direktorja Direktorata za zakladništvo, Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti, ki je nosilec priprave programa financiranja, s sodelovanjem Sektorja za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko ter Sektorja za zaledne operacije in glavne knjige zakladnice, ob koncu leta za prihodnje leto ali v začetku tekočega leta pripravi predlog letnega programa financiranja. Sprejeti proračun in zakon, ki ureja izvrševanje proračuna za posamezno leto, sta pogoj za pripravo programov financiranja, saj določata obseg zadolževanja v posameznem letu, potreben za financiranje proračuna ob upoštevanju ključnih politik države. Ministrstvo pri pripravi letnega programa financiranja sledi osnovnemu cilju, to je zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna glede na sprejeti proračun, ob upoštevanju potreb po predfinanciranju in vzdrževanju ustrezne likvidnosti proračuna ter upoštevanju strateških in operativnih ciljev. Poleg navedenega ministrstvo upošteva še obseg potrebnega zadolževanja v posameznem letu, strukturo in višino obstoječega dolga kot tudi strukturo in višino dolga po izvedenem programu financiranja ter aktualne tržne razmere na finančnih trgih in njihova predvidena gibanja. Končni predlog letnega programa financiranja potrди direktor

¹⁴³ Program financiranja 2014 je bil sprejet šele v letu, katerega financiranje je opredeljeval, vendar ni verjetno, da je bila zaradi tega zamujena možnost ugodne zadolžitve. Izdaje obveznic se v prvem tednu januarja namreč običajno ne izvajajo, saj se finančni trgi po dela prostih dnevih šele odpirajo.

¹⁴⁴ Tako kot na primer v letu 2013 (povezava s točko 2.2.3.a tega poročila).

Direktorata za zakladništvo. Program financiranja se nato posreduje v potrditev pravni službi ministrstva. Ko minister podpiše letni program financiranja, se posreduje v sprejem vladi, pri čemer se gradivo vnaprej obravnava na odboru vlade in nato še na seji vlade, ki posredovani letni program financiranja potrdi oziroma predlaga dopolnitev. Letni program financiranja se ostalim ministrstvom ne posreduje v predhodno usklajevanje, temveč imajo ministrstva možnost podajati morebitne pripombe na gradivo na odboru vlade oziroma seji vlade.

Priporočilo

Ministrstvu priporočamo, naj dokumentira podlage in dejavnike, na podlagi katerih pripravi letni program financiranja.

2.1.3.d Vlada je s programoma financiranja za leti 2013 in 2014 ministrstvu dala precej široka pooblastila glede izbire načina zadolžitve, pri tem pa ni postavila bolj določljivih usmeritev, iz katerih bi izhajalo, kakšna tveganja sme ministrstvo prevzeti, da bi doseglo čim nižje stroške zadolžitve. Vse to pomeni, da ima ministrstvo možnost prilagajanja razmeram na trgu in se lahko za vsak primer zadolžitve posebej odloča o najprimernejšem trenutku za zadolžitev ter najustreznejšem instrumentu in pogojih instrumenta. To ministrstvu omogoča precejšnjo prožnost, kar lahko omogoči finančne koristi za državni proračun, vendar hkrati zahteva precejšnjo usposobljenost in odgovornost zaposlenih, ki sodelujejo pri poslih, povezanih z zadolževanjem. Menimo, da bi vlada s sprejetjem natančnejših usmeritev ministrstvu morala dati bolj jasn mandatat za izvedbo zadolžitve, predvsem glede tolerance za sprejemanje tveganj, s tem pa bi v večji meri prevzela odgovornost za odločitve, ki jih sedaj sprejema ministrstvo.

Brez drugačne usmeritve je ministrstvo vodilo konzervativno politiko zadolževanja, pri kateri si je prizadevalo predvsem za zmanjševanje izpostavljenosti dolga tveganjem¹⁴⁵. Menimo, da ministrstvo odločitve o drugačni politiki zadolževanja, ki bi dolžniški portfelj izpostavila večjim tveganjem, samo ne more sprejeti.

2.1.4 Spremembe razmer in prilagoditev ciljev

Strategija zadolževanja bi morala biti predmet periodičnih pregledov, s katerimi bi se potrdila njena ustreznost glede na trenutne razmere oziroma bi bile po potrebi predlagane spremembe. Okoliščine na finančnih trgih in makroekonomske razmere se namreč spreminjajo, zato je priporočljivo, da bi se ti pregledi izvajali na letni ravni¹⁴⁶. Ker vlada strategije zadolževanja ni sprejela, smo preverili, na kakšen način se preverja ustreznost strateških in operativnih ciljev.

2.1.4.1 Preverjanje strateških ciljev

2.1.4.1.a Strateški cilji so opredeljeni v programih financiranja, ki se sprejemajo na letni ravni. Ministrstvo ob pripravi programa financiranja preverja strateške cilje, so pa strateški cilji dolgoročni in se ne spreminjajo vsako leto. To je glede na naravo teh ciljev razumljivo, saj je večina ciljev takšnih, ki jih je smiselno zasledovati ne glede na makroekonomske razmere.

¹⁴⁵ Z doseženimi zadolžitvami se je na primer zasledovala čim daljša povprečna ročnost zadolžitve, za vse zadolžitve v tuji valuti so se sklepali posli valutne zamenjave, ni bilo zadolžitve s spremenljivo obrestno mero.

¹⁴⁶ *Developing MTDS in DeMPA Tool.*

Večje spremembe pri strateških ciljih so bile v letu 2007, ko je Republika Slovenija vstopila v EMU in se na ta način vključila v evropski finančni trg, katerega pomemben del predstavlja trg državnih vrednostnih papirjev. Zaradi integracije v evropski finančni trg so bili v Program financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za leto 2007¹⁴⁷ vključeni novi strateški cilji:

- širitev investicijskega zaledja na čim širši evropski prostor;
- čim boljše pozicioniranje vrednostnih papirjev Republike Slovenije med državami članicami EMU in
- učinkovito in transparentno oblikovanje realne tržne cene državnih vrednostnih papirjev.

Ministrstvo analizira ustreznost strateških ciljev vsako leto ob pripravi programa financiranja, vendar od leta 2007 večjih sprememb strateških ciljev ni bilo. Strateški cilji so opredeljeni v skladu z izsledki iz gradiv mednarodnih finančnih organizacij in niso konkretizirani do te mere, da bi spremembe makroekonomskih razmer onemogočale njihovo zasledovanje. Zato menimo, da spremembe makroekonomskih razmer v času finančne krize in v obdobju, na katero se nanaša revizija, niso pogojevale sprememb strateških ciljev.

Pojasnilo ministrstva

Ustreznost strateških ciljev se preverja letno ob pripravi programa financiranja. Takrat se s kvalitativno analizo proučijo strateški cilji drugih razvitih držav v evroobmočju ter teorije, usmeritve in strokovne prakse, ki jih upoštevajo upravljavci državnega dolga v evroobmočju in ključne institucije globalnega finančnega trga. Ministrstvo ugotavlja, ali je prišlo do tako spremenjenih globalnih okoliščin, novih spoznanj in izkušenj upravljavcev, da bi bila potrebna posodobitev strateških ciljev. Strateški cilji se niso spremenili že od vstopa Republike Slovenije v evroobmočje in predstavljajo smer razvoja portfelja dolga države na dolgi rok. S prepogostim spreminjanjem strateških ciljev bi bila medletna primerljivost uspešnosti in primernosti izvrševanja programa financiranja zamegljena, s tem pa bi se zmanjšala verodostojnost strategije in njenega izdajatelja.

2.1.4.2 Preverjanje operativnih ciljev

2.1.4.2.a Operativni cilji so v primerjavi s strateškimi cilji bolj podvrženi vplivom makroekonomskih razmer in dogajanjem na trgih. Zato jih je treba bolj prilagajati tem vplivom.

V programih financiranja so operativni cilji opredeljeni le na podlagi instrumentov, s katerimi se državni proračun zadolžuje. Zato smo preverili, ali so bile spremenjene okoliščine upoštevane pri opredelitvi načina zadolževanja. Primerjali smo Program financiranja 2013 in Program financiranja 2014 s programi financiranja preteklih let.

¹⁴⁷ Program financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za leto 2007, št. 41003-1/2007/3 z dne 18. 1. 2007, ki ga je vlada sprejela na 105. redni seji 18. 1. 2007, in dopolnitve Programa financiranja državnega proračuna Republike Slovenije za leto 2007, št. 41003-1/2007/7 z dne 8. 3. 2007, ki jo je vlada sprejela na 171. dopisni seji 8. 3. 2007, št. 41003-1/2007/10 z dne 19. 4. 2007, ki jo je vlada sprejela na 118. redni seji 19. 4. 2007, št. 41003-1/2007/13 z dne 24. 5. 2007, ki jo je vlada sprejela na 122. redni seji 24. 5. 2007, št. 41003-1/2007/16 z dne 4. 7. 2007, ki jo je vlada sprejela na 129. redni seji 4. 7. 2007, št. 41003-1/2007/19 z dne 13. 9. 2007, ki jo je vlada sprejela na 135. redni seji 13. 9. 2007.

Tabela 6: Opredelitev zadolževanja v programih financiranja

Način zadolžitve/leto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Dolgoročne zadolžitve</i>								
Instrument	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Število in znesek instrumentov	✓	✓	✓	–	–	–	–	–
Ročnost instrumentov	✓	✓	–	–	–	–	–	–
Ostali pogoji instrumentov	✓	✓	✓	✓	✓	✓	–	–
Koledar izdaj	✓	✓	–	–	–	–	–	–
Alternativni instrumenti	–	–	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Kratkoročne zadolžitve</i>								
Instrument	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Število instrumentov	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Pogoji instrumentov	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Koledar izdaj	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Alternativni instrumenti	–	–	–	–	–	✓	✓	✓

Viri: programi financiranja za posamezna leta in podatki ministrstva.

Iz pregleda programov financiranja je razvidno, da se je vsebina programov, ki se je nanašala na določitev načina zadolževanja, z leti spreminjala. Z nastopom finančne krize se je zmanjševala določenost posameznih elementov, ki se nanašajo na instrumente zadolževanja. V letu 2012 je bilo v programu financiranja prvič opredeljeno načelo prožnosti, v skladu s katerim ima ministrstvo več maneverskega prostora pri odločitvah glede načina izvedbe zadolžitve (povezava s točko 2.1.3 tega poročila). Programi financiranja od leta 2009 omogočajo izvedbo zadolžitve z alternativnimi instrumenti in ne zgolj z javno izdajo obveznic na sindiciran način, zadolžitve so mogoče tudi na drugih trgih in ne le evropskem. Ta sprememba je odraz razmer na finančnih trgih in makroekonomskih razmer, v katerih se je znašla Republika Slovenija in zaradi katerih je pri javni izdaji obveznic na sindiciran način obstajalo večje tveganje neizvršitve.

Pojasnilo ministrstva

Načelo prožnosti je bilo uvedeno v programe financiranja po nastopu globalne finančne krize. Z uvedbo takešnega načela se omogočita odzivanje na spremembe tržnih razmer in izvajanje alternativnih scenarijev zadolževanja v negotovih razmerah. Kot primarni instrument financiranja državnega proračuna je določeno dolgoročno zadolževanje z izdajo referenčnih državnih obveznic, poleg tega pa je določena tudi izdaja zakladnih menic kot kratkoročno zadolževanje. Če financiranja državnega proračuna zaradi razmer na finančnem trgu ne bi bilo mogoče izvesti na takšen način, se lahko uporabijo alternativni instrumenti financiranja. Glavne točke prilagoditve na krizne razmere so bile vstop na ameriški trg z izdajami referenčnih dolarskih obveznic, uvedba instrumentov valutnih zamenjav za ščitenje pred valutnim tveganjem, izvedba zaprte izdaje obveznic, uvedba 18-mesečne zakladne menice in izvajanje rednih avkcij 3-, 6- in 12-mesečnih zakladnih menic mesečno vse leto (nabor ročnosti in pogostost avkcij zakladnih menic sta z nastopom krize večja kot pred njo), odkup 18-mesečne

zakladne menice, uvedba 9-mesečne zakladne menice, proučitev možnosti uporabe drugih strukturiranih instrumentov zadolževanja.

2.1.4.2.b Ocenjujemo, da so bili operativni cilji v Programu financiranja 2013 in Programu financiranja 2014 ustrezno prilagojeni spremenjenim makroekonomskim razmeram in razmeram na finančnih trgih. Kljub temu opozarjamo, da takšna določitev okvira za zadolževanje, ki je bolj kot prej prepuščeno odločitvam ministrstva, brez ustreznih usmeritev vlade glede tolerance do tveganj zahteva prevzemanje večje odgovornosti odločevalcev in strokovnih služb ministrstva, hkrati pa od ministrstva zahteva vodenje konzervativne politike zadolževanja, ki dolžniški portfelj izpostavlja čim manjšim tveganjem.

2.2 Načrtovanje izdaje obveznic

V letu 2013 in prvi polovici leta 2014 je največji obseg zadolžitve predstavljalo zadolževanje z obveznicami. Tako se je državni proračun v letu 2013 z izdajo obveznic zadolžil za 5.060 milijonov evrov¹⁴⁸, v prvi polovici leta 2014 pa za 5.207 milijonov evrov. Zato smo preverili, ali so bile izdaje obveznic načrtovane v skladu s strateškimi in z operativnimi cilji.

2.2.1 Postopek izdaje obveznice na sindiciran način

Večina izdanih obveznic je bila v obdobju, na katero se nanaša revizija, izdana na sindiciran način. Zato v nadaljevanju predstavljamo klasičen potek izdaje obveznice na tovrsten način.

Po sprejeti odločitvi za zadolžitev z javno izdajo obveznic na sindiciran način ministrstvo iz skupine primarnih vpisnikov¹⁴⁹ za obveznice Republike Slovenije izbere banke vodje izdaje obveznic (v nadaljevanju: vodje izdaje), ki bodo organizirale izdajo obveznic. Nato se pripravi odločitev o podelitvi mandata za sindicirano izdajo obveznic vodjem izdaje, ki jo podpiše minister. V tem dokumentu so navedeni tudi kriteriji za izbor vodij izdaje, trg, na katerem bo izdana obveznica, valuta, v kateri bo obveznica nominirana, okvirna ročnost in okvirni nominalni znesek obveznic. Mandat za vodenje izdaje obveznic se vodjem izdaje podeli z mandatnim pismom. Vodje izdaje v sodelovanju s svojimi pravnimi svetovalci in z ministrstvom pripravijo dokumentacijo za izdajo obveznic, obveščajo javnosti, organizirajo prodajo in izvajajo druge aktivnosti glede na okoliščine izdaje obveznic. Ministrstvo v sodelovanju z vodji izdaje pripravi osnutek prospekta ob izdaji obveznic, v katerem so navedeni nekateri pogoji obveznic in podatki o izdajatelju, ki so pomembni za odločitev o nakupu obveznic¹⁵⁰. Vodje izdaje ponujajo obveznice investitorjem prek neposrednih stikov s posameznimi investitorji ter prek svojih prodajnih mrež in tako dosežejo širok krog investitorjev po svetu. Organizirajo tudi srečanja

¹⁴⁸ Od tega predstavlja 873 milijonov evrov izdaja dodatnih količin obveznic, ki so bile izdane že v preteklosti. Te dodatno izdane obveznice niso bile prodane na trgu, temveč so bile porabljene za povečanje osnovnega kapitala bank in Družbe za upravljanje terjatev bank, d. d.

¹⁴⁹ V to skupino so vključene tako mednarodne kot domače banke, ki imajo znanje in sposobnost za vodenje sindiciranih izdaj obveznic in so zavezane k uradnemu vzdrževanju likvidnosti obveznic Republike Slovenije. Pri vsaki izdaji obveznic se izmed teh bank izbere sindikat bank, ki organizira izdajo.

¹⁵⁰ Tveganja pri investiranju v obveznico, opis političnih, gospodarskih okoliščin ter javnih financ v Republiki Sloveniji in drugo.

predstavnikov ministrstva z investitorji, kjer ima ministrstvo možnost predstaviti bistvena razkritja iz osnutka prospekta. Te informacije so lahko ključne za odločitev o tem, ali bodo investirali v obveznico ali ne. Datuma prodaje in izdaje obveznice v tej fazi postopka še nista znana, niti ni znana cena obveznice. Ministrstvo in vodje izdaje iz odziva investorjev razberejo, kakšno obveznico¹⁵¹ so pripravljeni kupiti, in ob presoji tržnih razmer sprejmejo odločitev o dnevu prodaje obveznice. Na dan prodaje obveznice vodje izdaje in ministrstvo določijo izhodiščno ceno obveznice glede na zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije in primerljivih držav na sekundarnem trgu ter glede na povpraševanje.

Na dan izdaje obveznice se odpre elektronska knjiga naročil, kjer se zbirajo ponudbe investorjev s količino obveznic, ki so jih investitorji pripravljeni kupiti. Ministrstvo ima neposreden vpogled vanjo, zapre pa se še isti dan. Vodje izdaje in ministrstvo lahko izhodiščno ceno še popravijo, vendar vodje izdaje novo ceno preverijo pri investitorjih, tako da je zagotovljena izdaja obveznice v ustreznem nominalnem znesku¹⁵². Oddaja ponudbe investitorjem še ne zagotovi nujno tudi nakupa obveznic, saj se ob zaprtju knjige naročil vodje izdaje in ministrstvo odločijo, katerim investitorjem se bodo prodale obveznice in kakšne količine, pri čemer se upoštevajo strateški cilji zadolževanja. Po dnevu prodaje vodje izdaje pripravijo tako imenovani 'term sheet', kjer so navedeni končni pogoji obveznice. Pripravi se tudi dokončen prospekt.

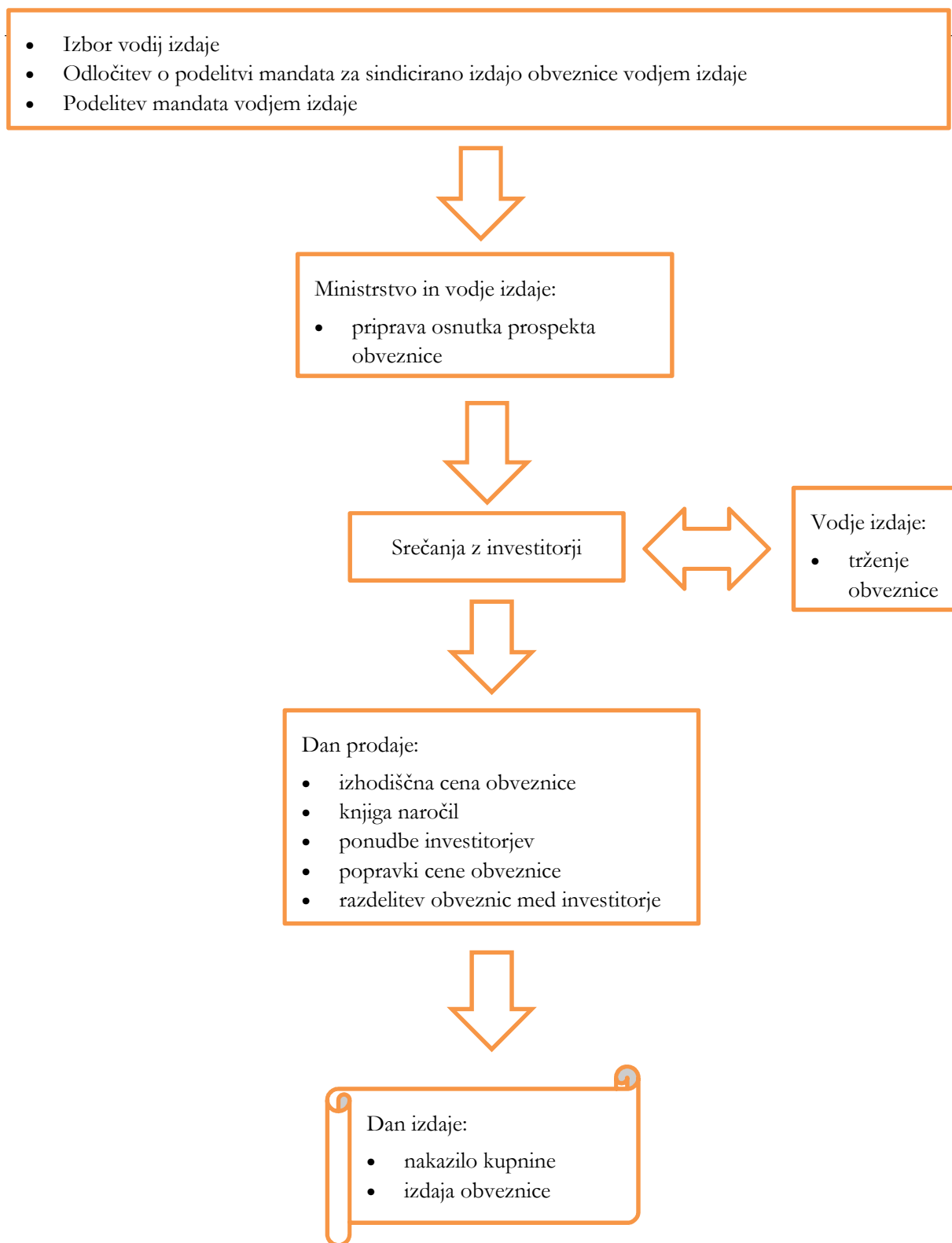
Obveznice ne odkupijo neposredno investitorji, temveč se prodajna pogodba sklene z vodji izdaje, ki odkupijo celotno izdajo obveznice in jo nato prodajo investitorjem¹⁵³. Tako je v državni proračun zagotovljen priliv sredstev v celotnem znesku, tveganje, da investitorji ne izpolnijo obveznosti, pa prevzamejo vodje izdaje. Na dan izdaje obveznice banka, ki je odgovorna za pripravo dokumentacije, nakaže pogodbeni znesek na račun Republike Slovenije, klirinško depotne družbe pa obveznico vpišejo na račun vodje izdaje.

¹⁵¹ Torej kakšne pogoje naj ima obveznica. Ključni pogoji obveznice so ročnost, obrestna mera in valuta, v kateri je obveznica nominirana.

¹⁵² Investitorji lahko glede na novo ceno spremenijo naročeno količino obveznic ali odstopijo od naročila.

¹⁵³ Prodajno pogodbo z vodjami izdaje podpiše pooblaščen oseba na ministrstvu.

Slika 6: Poenostavljen prikaz izdaje obveznice



2.2.2 Izvajanje analiz in napovedovanje izdaj

2.2.2.a Pred izdajo obveznice mora ministrstvo sprejeti več odločitev, ki imajo velik vpliv tako na uspešnost izvedbe zadolžitve kakor tudi na pogoje zadolžitve. Za sprejem najbolj primernih odločitev je treba dobro poznati razmere na finančnih trgih in v državi. Ugotavljamo, da ministrstvo celo leto spremlja razmere na finančnih trgih in jih analizira z namenom izbire primerne trenutka zadolžitve in najbolj primerne trga za zadolžitev ter z namenom določitve ustreznih pogojev zadolžitve. Pri tem upošteva tudi obseg zadolževanja za financiranje izvrševanja proračuna, bonitetne ocene Republike Slovenije, gospodarske in politične razmere v državi ter sprejemanje in izvajanje ključnih reform. Ministrstvo izvaja analize in v skladu z njimi sprejema odločitve o pogojih obveznice tudi med izdajo obveznice vse do zaprtja knjige naročil.

Ministrstvo je v obdobju, na katero se nanaša revizija, spremljalo in analiziralo predvsem:

- zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije in primerljivih držav na sekundarnem trgu; pri tem spremlja obveznice različnih ročnosti tako na ameriškem kot tudi na evropskem trgu ter tudi zahtevane stopnje donosnosti obveznic, ki so nominirane v dolarjih po valutni zamenjavi v evre; ministrstvo pri tem analizira več elementov:
 - gibanje razlik v zahtevanih stopnjah donosnosti obveznic Republike Slovenije različnih ročnosti;
 - zahtevane stopnje donosnosti vrednostnih papirjev na ameriškem in evropskem trgu, ki predstavljajo osnovo za določitev obrestnih mer;
 - nihanje zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije;
- posamezne dogodke, ki imajo lahko vpliv na gibanje zahtevanih stopenj donosnosti obveznic Republike Slovenije;
- gibanje obrestnih mer EURIBOR in LIBOR ter referenčne obrestne mere Evropske centralne banke;
- gibanje ravni kreditnih zamenjav, ki predstavljajo premije za kreditno tveganje¹⁵⁴ države glede na primerljive države;
- zapadlost glavnice dolga države v času.

2.2.2.b Največ povpraševanja po državnih obveznicah na finančnih trgih je praviloma na začetku leta, zato je to ugoden čas za izdajo obveznic. V tem času je lažje pridobiti investitorje, večje povpraševanje pa vpliva tudi na manjšo zahtevano stopnjo donosnosti zadolžitve. Poleg tega so v tem času potrebna večja sredstva za financiranje izvrševanja proračuna, saj v začetku leta praviloma zapadejo v plačilo glavnice izdanih obveznic v preteklih letih in obresti nanje. Ministrstvo je odločitve o trenutku izdaje obveznic sprejemalo na podlagi analiziranja razmer na finančnih trgih kot tudi na podlagi predlogov za izdajo obveznic, ki jih prejema od različnih investicijskih bank. Končne odločitve o zadolžitvi so bile sprejete po posvetovanju s primarnimi vpisniki, ki bolje poznajo tržne razmere, saj imajo več stika z investitorji in lahko bolje predvidevajo najprimernejši čas zadolžitve.

2.2.2.c Pri izbiri ročnosti obveznic ministrstvo upošteva tveganje refinanciranja, zahtevane stopnje donosnosti obveznic posameznih ročnosti in povpraševanje investitorjev po obveznicah posameznih ročnosti. Daljše ročnosti za državo praviloma pomenijo manjše tveganje refinanciranja, saj se odplačilo dolga odmakne v prihodnost in ima država več časa, da se pripravi nanj. Vendar imajo obveznice z daljšo

¹⁵⁴ Možnost neizpolnitve pogodbenih obveznosti države. Premija za to tveganje je del zahtevane stopnje donosnosti.

ročnostjo večje zahtevane stopnje donosnosti, kar pomeni večje stroške financiranja. Investitorji povprašujejo po obveznicah določenih ročnosti, vendar ni mogoče vedno izdati obveznice katerekoli ročnosti. Tako so v letu 2013 investitorji povpraševali predvsem po vrednostnih papirjih s krajšimi ročnostmi¹⁵⁵. Ministrstvo je odločitve o izbiri ročnosti sprejemalo na podlagi analiziranja opisanih dejavnikov.

2.2.2.d Z nastopom finančne krize se je zmanjšal tudi interes investorjev za vlaganje v dolg Republike Slovenije. Zato je z namenom širjenja investitorskega zaledja ministrstvo v letu 2012 pripravilo analizo o možnostih zadolževanja države z izdajo obveznic izven evropskega trga. Z vstopom države na druge trge se širi dostop do virov financiranja izvrševanja proračuna, kar je eden izmed strateških ciljev zadolževanja. V analizo so bili vključeni trije trgi, in sicer ameriški, švicarski in japonski trg. Analiza je pokazala, da je zadolževanje na ameriškem trgu dražje kot na švicarskem in japonskem, vendar je ameriški trg najlikvidnejši in najgloblji ter tako edini, ki lahko zagotovi ustrezen obseg zadolževanja za financiranje izvrševanja proračuna¹⁵⁶. Z vidika zagotovitve financiranja izvrševanja proračuna kot najpomembnejšega strateškega cilja zadolževanja to pomeni, da lahko le zadolževanje na ameriškem trgu nadomesti zadolževanje na evropskem trgu. Zadolževanje na švicarskem in japonskem trgu bi lahko predstavljalo le del zadolževanja države, s čimer bi se razširil dostop do virov financiranja, ki pa ne bi zadostovali za kritje proračunskih potreb. Zato bi bilo kljub temu treba iskati vire financiranja tudi na drugih trgih, s čimer bi se stroški zadolževanja povečali. Menimo, da je ministrstvo na ustrezen način analiziralo potencialne vire za financiranje izvrševanja proračuna izven evrskega trga.

2.2.2.e V 6. členu pogodbe o stabilnosti je določeno, da pogodbenice zaradi boljšega usklajevanja načrtovanja izdaj svojih dolžniških instrumentov Svetu in Komisiji predhodno poročajo o svojih načrtih izdaj dolžniških instrumentov. V skladu z določili pogodbe o stabilnosti države članice v začetku vsakega meseca poročajo o izdajah dolžniških instrumentov v preteklem mesecu in načrtovanih izdajah v tekočem mesecu. Republika Slovenija v letu 2013 ni napovedala izdaje ene zakladne menice in ene evrske obveznice. V prvi polovici leta 2014 pa ni napovedala izdaje dveh obveznic, izdanih na globalnem trgu v dolarjih. S tem ni izpolnila vseh zavez iz pogodbe o stabilnosti.

Pojasnilo ministrstva

Obveznice Republike Slovenije se ne izdajajo na podlagi vnaprej določenega koledarja izdaj. Transakcija zadolževanja z obveznicami se pripravlja nekaj tednov. Ko je pripravljena do stopnje, ki omogoča srečanje z investitorji in se ocenjuje, da bodo tržne razmere stabilne, se javno objavi namen Republike Slovenije, da bo pričela s srečanji z investitorji. Takrat se ustrezen odbor Evropske unije obvesti o najavi srečanj z investitorji in da se v bližnji prihodnosti lahko pričakuje izdaja obveznic. Ta je odvisna od tržnih razmer, ki jih je vnaprej težko predvideti, zato je težko z gotovostjo določiti datum izdaje in nominalni znesek obveznice, ki bi ju vključili v poročila o načrtovani izdaji obveznic. Navedeni podatki so zanesljivi šele na dan določitve cene obveznice, ki je običajno šest dni pred izdajo obveznice. Če bi država objavila datum izdaje in nominalni znesek obveznice, pa do izdaje ne bi prišlo, bi to pomenilo negativen signal trgu, kar bi lahko poslabšalo izhodišče za zadolževanje v prihodnje.

¹⁵⁵ Zaradi negotovih razmer na finančnih trgih.

¹⁵⁶ V švicarskih frankih bi bilo v letu 2012 na primer mogoče zbrati približno 200 milijonov evrov, v japonskih jeni pa približno 250 milijonov evrov.

V obvestilu odbora Evropske unije, ki ga v pojasnilu navaja ministrstvo, sta navedena zgolj valuta in način izdaje obveznice, ne pa tudi predviden datum izdaje, nominalni znesek, ročnost in kuponska obrestna mera obveznice. V poročilih, ki jih države članice posredujejo v skladu s pogodbo o stabilnosti, so navedeni vsi ti podatki.

2.2.3 Obveznice, izdane v letu 2013

Republika Slovenija je v letu 2013 izdala tri nove obveznice.

Tabela 7: Nove obveznice, izdane v letu 2013

Pogoj/obveznica	USDBOND 4,75 odstotka	USDBOND 5,85 odstotka	EURBOND 4,7 odstotka
Datum izdaje	10. 5. 2013	10. 5. 2013	22. 11. 2013
Nominalni znesek izdaje	1.000.000.000 ¹⁵⁷	2.500.000.000 ¹⁵⁸	1.500.000.000
Valuta	dolar	dolar	evro
Ročnost, v letih	5	10	3
Kuponska obrestna mera, v odstotkih	4,75	5,85	4,7
Kuponska obrestna mera po valutni zamenjavi, v odstotkih	4,3875	5,295	-
Zahtevana stopnja donosnosti, v odstotkih	4,95	6	4,85
Zahtevana stopnja donosnosti po valutni zamenjavi, v odstotkih	4,59	5,45	-

Vir: podatki ministrstva.

2.2.3.a Program financiranja 2013, ki predstavlja pravno podlago za zadolževanje, je vlada sprejela s sklepom 1. 2. 2013. Do tedaj ministrstvo ni imelo pravne podlage za zadolževanje v letu 2013. V 2. točki sklepa je bilo navedeno, da ministrstvo pred začetkom postopka zadolževanja, razen za zadolžitve z izdajo zakladnih menic, pridobi soglasje vlade¹⁵⁹. V začetku leta 2013 so bile zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije nižje kot v naslednjih mesecih, v drugi polovici marca pa so se začele dvigovati. Ministrstvo je 7. 2. 2013, torej pred dvigom zahtevanih stopenj donosnosti, vladi predlagalo, da izda soglasje k zadolžitvi z obveznico¹⁶⁰, in pripravilo predlog soglasja vlade, vendar soglasja ni dobilo. Pozen sprejem programa financiranja in zahtevano soglasje vlade k izdaji obveznic sta vplivala na potek

¹⁵⁷ 760.919.190 evrov po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje.

¹⁵⁸ 1.902.297.976 evrov po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje.

¹⁵⁹ Ta točka je bila preklicana 28. 3. 2013 s sklepom vlade, št. 41003-1/2013/11.

¹⁶⁰ V nominalnem znesku 1.500 milijonov evrov ali 2.000 milijonov dolarjev.

zadolževanja z obveznicami v letu 2013 – če bi bil predlog ministrstva realiziran, bi bili stroški zadolžitve najverjetneje nižji od tistih, ki so bili doseženi s kasnejšimi zadolžitvami. Zaradi takratnih negotovih političnih razmer v Republiki Sloveniji¹⁶¹ ni mogoče z gotovostjo trditi, da bi bila zadolžitev v obdobju nižjih zahtevanih donosnosti tudi uspešno zaključena.

Pojasnilo ministrstva

Vlada gradiva o soglasju k zadolžitvi z obveznico ni obravnavala. V začetku leta 2013 so bile politične razmere nestabilne. Minister je odstopil konec januarja 2013, državni zbor pa je konec februarja 2013 izglasoval nezaupnico vladi. V tem času je bilo tveganje neizvršitve zadolževanja z obveznico na trgu zelo visoko, saj ni bilo politične stabilnosti, ki je potrebna za izvedbo reform, gospodarske razmere pa so bile slabe. V razmerah politične nestabilnosti so tudi investitorji manj pripravljeni na sodelovanje pri izdaji obveznice. Na podlagi spremljanja razmer na trgu in odzivov investitorjev na dogajanje v državi se je pričakovalo, da izdaja obveznice ne bi bila uspešna. V takšnih razmerah izdaja obveznice ni primerna, saj bi neuspela izdaja obveznice otežila nadaljnje zadolževanje države ali ga za določeno obdobje celo onemogočila. Po zamenjavi vlade je bil sprejet sklep vlade, s katerim je bila preklicana zahteva, da ministrstvo pred začetkom postopka za zadolževanje pridobi soglasje vlade.

Ministrstvo je v aprilu 2013 analiziralo razmere na trgu in pripravilo dva možna scenarija financiranja izvrševanja proračuna v letu 2013. Kot primarnega je predlagalo izdajo 3-, 6-, 12- in 18-mesečnih zakladnih menic, črpanje posojila Evropske investicijske banke in izdajo dveh obveznic z ročnostjo 5 in 10 let na evrskem ali globalnem trgu. Kot alternativni scenarij je za primer, če obveznic ne bo mogoče izdati, predlagalo izvedbo financiranja z uporabo alternativnih instrumentov, ki so jih ponudile banke. Alternativni instrumenti so bili bilateralna posojila, REPO, SG INDEX SWAP¹⁶² in Equity Linked Bond¹⁶³. Z njimi bi lahko zbrali za 819 milijonov evrov manj sredstev kot v primeru zadolževanja z obveznicami, poleg tega pa bi se ustvarjala negativna publiciteta, saj se slednja dva instrumenta uporabljata predvsem, ko posojilojemalec nima dostopa do kapitalskih trgov.

Ob upoštevanju rezultatov analize se je ministrstvo v maju 2013 odločilo izdati dve obveznici na ameriškem trgu, in sicer v nominalnem znesku 1.000 milijonov dolarjev in 2.500 milijonov dolarjev. Ker je bil znesek zadolževanja razmeroma visok, je država izdala dve obveznici z različno ročnostjo, da bi bolje obvladovala tveganje refinanciranja, pri čemer ima obveznica s krajšo ročnostjo manjšo zahtevano stopnjo donosnosti. Zaradi dveh obveznic ne zapade previsok znesek dolga v istem letu, temveč je odplačilo glavnice obeh obveznic časovno umeščeno tako, da se izgrajuje takšna struktura dolga glede na ročnost, da dolg glede na znesek z leti zapada čim bolj enakomerno, kar pomeni manjše tveganje refinanciranja.

¹⁶¹ Dne 27. 2. 2013 je bila vladi izglasovana nezaupnica.

¹⁶² Instrument je predstavljal izdajo 5-letne obveznice s polletnim fiksno kuponom in zamenjavo, pri kateri bi Republika Slovenija prejela polletno fiksno kuponsko obrestno mero, plačevala pa bi plavajočo kuponsko stopnjo, vezano na določen indeks. Določitev fiksne kuponske obrestne mere v transakciji zamenjave je odvisna od zahtevane donosnosti obveznice Republike Slovenije enake ročnosti na sekundarnem trgu.

¹⁶³ Instrument je vseboval izdajo vrednostnega papirja s kuponsko obrestno mero z ročnostjo 3 ali 5 let, ki bi se plačevala glede na višino glavnice. Obveznica bi bila v dveh pogledih vezana na gibanje delnice ene gospodarske družbe. Pri tem bi bile delnice gospodarske družbe, ki jih imata v lasti Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d., Ljubljana in Slovenski državni holding, d. d., Ljubljana, kot jamstvo. Pri določeni ceni delnice bi imeli imetniki obveznic možnost zamenjati obveznice za delnice te gospodarske družbe.

Obveznici sta bili izdani v dolarjih, takšna zadolžitev pa je izpostavljena tečajnemu tveganju¹⁶⁴. Za zmanjšanje navedenega tveganja je ministrstvo načrtovalo sklenitev poslov valutarne zamenjave, na podlagi katerih se ob izdaji obveznic določi fiksni tečaj evro/dolar, v skladu s katerim Republika Slovenija odplačuje dolg. S tem Republika Slovenija ne nosi posledic nihanja tečaja in obvladuje tečajno tveganje.

Z izdajo navedenih obveznic je Republika Slovenija nadaljevala izdajo obveznic na ameriškem trgu, ki jo je začela v letu 2012, s čimer je dodatno širila investitorsko zaledje in prispevala k oblikovanju krivulje donosnosti obveznic Republike Slovenije na ameriškem trgu ter s tem tudi k doseganju zastavljenih strateških ciljev.

Pojasnilo ministrstva

Po izdaji obveznic na ameriškem trgu v letu 2012 bi bilo treba za povratek na evropski trg doseči nadaljnji napredek pri ukrepih za ekonomsko in fiskalno stabilizacijo ter politično stabilnost, ki bi omogočila izvedbo teh ukrepov. Konec leta 2012 so se razmere poslabšale zaradi referendumskih pobud glede zakonov, ki so se nanašali na ukrepe za krepitev stabilnosti bank, na Slovenski državni holding in Zakon o izvrševanju proračunov Republike Slovenije za leti 2013 in 2014. Zaradi politične nestabilnosti v prvem četrtletju leta 2013 je bila odločitev o izboru instrumenta zadolževanja sprejeta šele v aprilu 2013. Pojavil se je tudi dvom, ali je Republika Slovenija sposobna pravočasno zagotoviti sredstva za financiranje izvrševanja proračuna, saj je v juniju 2013 zapadla zakladna menica OZ 1 v znesku 907 milijonov evrov. Glede na opisane razmere zadolžitev na evropskem trgu ni bila mogoča, celo dostop do ameriškega trga je postal vprašljiv.

Izdaja obveznic na ameriškem trgu maja 2013 je uspela zaradi odkupa zakladnih menic OZ 1 in hkratne izdaje zakladnih menic OZ 2 ter uspešne predstavitve ukrepov nove vlade v okviru srečanj z investitorji v Združenih državah Amerike in Združenem kraljestvu Velike Britanije in Severne Irske aprila 2013. Republika Slovenija je aprila 2013 izdala zakladne menice OZ 2 in hkrati odkupila zakladne menice OZ 1, s čimer je dokazala, da ima dostop do virov financiranja. To se je odrazilo v manjših zahtevanih stopnjah donosnosti obveznic Republike Slovenije na sekundarnem trgu in omogočilo izdajo novih obveznic z manjšo obrestno mero kot sicer.

2.2.3.b V novembru 2013 je Republika Slovenija na ameriškem trgu izdala obveznico v nominalnem znesku 1.500 milijonov evrov, ki je bila prodana zgolj enemu investitorju. Izdaja navedene obveznice predstavlja odstopanje od dotedanje prakse izdaje obveznic, saj je ministrstvo v ostalih primerih vedno javno izdalo obveznice na sindiciran način, kar je v skladu s programom financiranja primarni instrument dolgoročnega zadolževanja. Privatna izdaja obveznic namreč ne prispeva k doseganju strateških ciljev toliko kot javna izdaja obveznic, saj transakcija ni izvedena z uporabo tržnih metod. Cena zadolžitve se v takih primerih ne oblikuje neposredno na trgu, temveč se določi v neposrednih pogajanjih z investitorjem¹⁶⁵.

Odločitev za privatno izdajo obveznic je bila posledica okoliščin, v katerih je bila Republika Slovenija v času izdaje obveznic. V juliju 2013 je bil namreč sprejet Rebalans proračuna Republike Slovenije za leto 2013¹⁶⁶, s katerim se je povečal potreben obseg sredstev za financiranje izvrševanja proračuna v letu 2013 za 2.182 milijonov evrov. Ker z zadolžitvami do sprejema rebalansa državni proračun ni zbral tako velikega obsega sredstev, da bi bilo zagotovljeno nemoteno financiranje izvrševanja proračuna, je ministrstvo moralo poiskati nove vire financiranja. Tako je v obdobju od julija do oktobra 2013 od

¹⁶⁴ Tečajno tveganje je podrobneje predstavljeno v točki 2.1.2.3.b tega poročila.

¹⁶⁵ Na določitev cene tudi v tem primeru lahko vpliva gibanje zahtevane stopnje donosnosti do dospelja na trgu.

¹⁶⁶ Uradni list RS, št. 61/13 (62/13-popr.).

investicijskih bank pridobivalo indikativne ponudbe¹⁶⁷ za izdajo obveznic na ameriškem in evropskem trgu¹⁶⁸. Iz prejetih indikativnih ponudb je bilo razvidno, da so zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije v tem obdobju narasle, investicijske banke pa niso z gotovostjo trdile, da je izdaja obveznic tudi izvedljiva¹⁶⁹. Ponudb za javno izdajo obveznic investicijske banke v tem času niso dale, ponujale pa so alternativne instrumente zadolževanja¹⁷⁰. Zato je ministrstvo proučevalo tudi alternativne instrumente zadolževanja¹⁷¹, ki jih je prejelo od investicijskih bank. Na podlagi teh analiz, ki so vključevale tako analizo tveganj in stroškov kakor tudi analizo obsega sredstev, ki bi jih s posameznim instrumentom bilo mogoče zbrati, je ministrstvo ugotovilo, da je najbolj ustrezna oblika zadolžitve izdaja obveznic na ameriškem trgu, ki bo prodana zgolj enemu investitorju. Analiza instrumentov je pokazala, da je izdaja obveznic enemu investitorju glede na ponujene pogoje obveznic izmed vseh analiziranih instrumentov najcenejša in hkrati edina, ki zagotavlja pridobitev potrebnega obsega sredstev¹⁷².

Pojasnilo ministrstva

S predfinanciranjem v novembru 2013 je bila zagotovljena nemotena izvršitev proračuna za leto 2013, vključno z dokapitalizacijo bank in s financiranjem proračuna v začetku leta 2014, poleg tega se je zmanjšalo tveganje refinanciranja dolga v znesku 1.500 milijonov evrov, ki je zapadel 2. 4. 2014. Po izdaji so se znižale zahtevane donosnosti do dospelja obveznic Republike Slovenije, kar pomeni potencialno nižji strošek morebitnega novega zadolževanja in predvidoma nižjo obrestno mero novih izdaj obveznic Republike Slovenije. Pri tem je treba poudariti tudi demonstracijski učinek te izdaje. Dolžniški kapitalski trgi so bili seznanjeni, da Republika Slovenija obranja stik z investitorji v državne obveznice, denominirane v evrih, ki (v normalnih razmerah) predstavljajo prvotni trg financiranja državnega proračuna. Predmetna izdaja je predstavljala tudi podporo bonitetni oceni Republike Slovenije z vidika obranjanja dostopa Republike Slovenije do financiranja na kapitalskih trgih in je bila pomemben tako imenovani 'backstop' ob pričakovani objavi zneska za dokapitalizacijo bank.

2.2.3.c Ministrstvo je odplačilo glavnice novih obveznic, izdanih v letu 2013, načrtovalo upošteva je velikost odplačil glavnice že obstoječega dolga v prihodnjih letih. Z razporeditvijo odplačil glavnice po letih tako, da v izplačilo zapadejo v čim bolj podobnih zneskih po posameznih letih, se namreč obvladuje tveganje refinanciranja¹⁷³. To je bilo doseženo tudi tako, da sta bili maja izdani dve manjši obveznici z različno ročnostjo in ne le ena večja. Odplačilo glavnice novih obveznic, izdanih v letu 2013, je umeščeno v leta 2016, 2018 in 2023, ko ne zapadejo večje glavnice že obstoječega dolga. Če določeno leto zapade nesorazmerno visok znesek dolga, je tveganje refinanciranja večje, saj mora država zbrati večji obseg sredstev. Tega se zavedajo tudi investitorji, ki v takih okoliščinah izvajajo večji pritisk na ceno zadolžitve,

¹⁶⁷ Taka ponudba predstavlja zgolj informacijo o trgu.

¹⁶⁸ Čas pred objavo testov kakovosti aktive in obremenitvenih testov slovenskih bank.

¹⁶⁹ Analiza je bila narejena na podlagi indikativnih ponudb *Deutsche Bank, Sberbank, Morgan Stanley, HSBC, Goldman Sachs, Natixis*.

¹⁷⁰ Takšen odziv bank nakazuje, da je bilo tveganje izvršitve ob javni izdaji obveznic sorazmerno veliko. Neuspela javna izdaja obveznic (torej, da ni dovolj investitorjev, ki bi bili pripravljeni kupiti obveznico) pa predstavlja izjemno negativen signal tržnim udeležencem in bi lahko ogrožala nadaljnje financiranje na finančnih trgih.

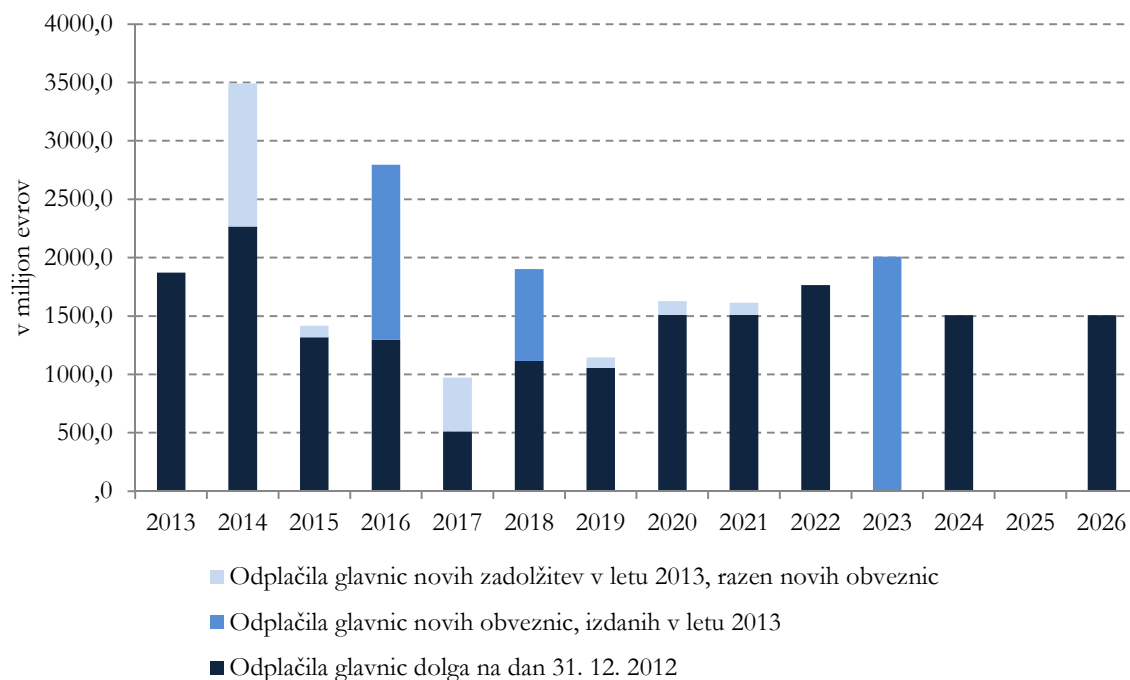
¹⁷¹ Ministrstvo je analiziralo predloge zadolžitve, ki jih je prejelo v tistem obdobju. Med drugim je izvedlo analize predloga zadolžitve s strukturiranim zavarovanim posojilom, zamenjavo obveznic, ki zapade v letu 2014, z reodprtjem obveznic z daljšo ročnostjo ter tudi *REPO* posel in zadolžitve s privatno izdajo obveznic.

¹⁷² S preostalimi alternativnimi instrumenti zadolževanja bi se država lahko zadolžila do največ 350 milijonov evrov.

¹⁷³ K zmanjšanju tveganja refinanciranja prispeva tudi daljša ročnost dolga (povezava s točko 2.1.2.3.b tega poročila).

kar ima posledice na minimiziranje stroška zadolžitve. Zato je pomembno, da se pri načrtovanju pogoji zadolžitve oblikujejo tako, da je odplačilo glavnice dolga čim bolj enakomerno porazdeljeno po letih.

Slika 7: Načrt odplačil glavnice zadolžitev na dan 31. 12. 2013



Vir: podatki ministrstva.

S slike 7 je razvidno, da naj bi se z izdajo obveznice v novembru 2013 znesek odplačil dolga v letu 2016 dvignil močno nad povprečje¹⁷⁴. Kot bistveno ustrežnejši za določitev zapadlosti glavnice v izplačilo naj bi bili z vidika obvladovanja tveganja refinanciranja leti 2017 in 2019. Vendar je določitev ročnosti pogojena tudi s ceno zadolžitve. Ministrstvo se je z investorjem med drugim pogajalo o obveznicah z ročnostjo štiri leta¹⁷⁵, vendar je bila obveznica s štiriletno ročnostjo izločena zaradi previsoke zahtevane stopnje donosnosti¹⁷⁶, kljub temu da je bila ugodnejša glede tveganja refinanciranja. Iz istega razloga ni bila uresničljiva niti zadolžitev, katere glavnica bi v odplačilo zapadla v letu 2019. Zato je ministrstvo izbralo triletno ročnost obveznice, saj ima manjšo zahtevano stopnjo donosnosti¹⁷⁷. Ministrstvo je torej proučevalo razmerje med minimiziranjem stroškov zadolžitve in manjšim tveganjem refinanciranja. Ker je

¹⁷⁴ Povprečna višina odplačil dolga po izvedenih zadolžitvah v letu 2013 je znašala približno 1.673 milijonov evrov. Povprečna višina odplačila dolga predstavlja znesek, ki bi ga bilo treba v posameznem letu odplačati, če bi bila odplačila popolnoma enakomerno porazdeljena po letih (v celotnem obdobju od leta 2013 do leta 2026).

¹⁷⁵ Glavnica dolga bi zapadla v izplačilo v letu 2017.

¹⁷⁶ Po navedbah ministrstva bi ta presežala 5 odstotkov oziroma bi bila za 100 bazičnih točk višja od obrestne mere obveznice s triletno ročnostjo. Bazična točka znaša 1/100 odstotne točke ali 0,01 odstotka. V njih je izražena razlika v donosu med obveznicami. Razlika 100 bazičnih točk torej pomeni za 1 odstotek višjo obrestno mero.

¹⁷⁷ Zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije so bile v tem času visoke. Daljša ročnost pa pomeni večjo zahtevano stopnjo donosnosti. Na dan 1. 11. 2013 je na primer zahtevana stopnja donosnosti na sekundarnem trgu za 5-letno evrsko obveznico znašala 5 odstotkov, za 10-letno pa 6,1 odstotka.

bila zadolžitev izvedena v času, ko je bila zahtevana stopnja donosnosti na sekundarnem trgu nadpovprečno visoka, je ministrstvo pričakovalo, da bo odplačilo obveznice lahko financiralo z zadolžitvijo z manjšo zahtevano stopnjo donosnosti in tako zmanjšalo stroške dolga. Zato je v takem primeru bolj smiselna zadolžitev s krajšo ročnostjo. V primeru daljše ročnosti bi namreč to lahko storilo kasneje, v vmesnem obdobju pa bi bili stroški obresti višji.

2.2.3.d Ocenjujemo, da je ministrstvo odločitve za izvedbo zadolžitev z novoizdanimi obveznicami v letu 2013 sprejelo ob ustreznem upoštevanju izvedenih analiz. Zadolžitve je načrtovalo tako, da si je prizadevalo kar najbolj minimizirati izpostavljenost dolga tržnim tveganjem. Tveganje refinanciranja bi se bistveno bolj zmanjšalo z izbiro zadolžitev z daljšo ročnostjo, vendar ocenjujemo, da je bila izbira ročnosti pogojena predvsem z razmerami na trgu in s ceno zadolžitve, ki bi ob daljši ročnosti prinesla tudi bistveno višje stroške. V začetku leta 2013 je obstajala možnost ugodnejše zadolžitve, vendar v tem obdobju Program financiranja 2013 še ni bil sprejet, ministrstvo pa bi moralo tudi po njegovem sprejemu za izvedbo zadolžitve z obveznico imeti soglasje vlade, ki pa ga ni dobilo in zadolžitve ni moglo izvesti. Zaradi takratne politične nestabilnosti pričakovani odziv mednarodnih finančnih trgov na morebitno izdajo obveznice verjetno ne bi bil pozitiven.

2.2.4 Obveznice Republike Slovenije, izdane v prvi polovici leta 2014

V prvi polovici leta 2014 je Republika Slovenija izdala štiri nove obveznice.

Tabela 8: Obveznice Republike Slovenije, izdane v prvi polovici leta 2014

Pogoj/obveznica	USDBOND 4,125 odstotka	USDBOND 5,25 odstotka	RS71	RS72
Datum izdaje	18. 2. 2014	18. 2. 2014	8. 4. 2014	8. 4. 2014
Nominalni znesek izdaje	1.500.000.000 ¹⁷⁸	2.000.000.000 ¹⁷⁹	1.000.000.000	1.000.000.000
Valuta	dolar	dolar	evro	evro
Ročnost, v letih	5	10	7	3,5
Kuponska obrestna mera, v odstotkih	4,125	5,25	3	1,75
Kuponska obrestna mera po valutni zamenjavi, v odstotkih	3,415	4,151	-	-
Zahtevana stopnja donosnosti, v odstotkih	4,275	5,48	3,084	1,871
Zahtevana stopnja donosnosti po valutni zamenjavi, v odstotkih	3,57	4,38	-	-

Vir: podatki ministrstva.

2.2.4.a Po izvedeni dokapitalizaciji bank so v začetku leta 2014 upadle zahtevane stopnje donosnosti obveznic Republike Slovenije in ministrstvo se je zato februarja odločilo za novo zadolžitev, s katero bi se v veliki meri zagotovilo financiranje izvrševanja proračuna za leto 2014. V tem obdobju so bile tudi politične razmere dokaj stabilne. Direktorat za zakladništvo je na podlagi analiz že konec decembra 2013 kot prvo zadolžitev v letu 2014 priporočil zadolžitev v dolarjih na globalnem trgu. Analize so namreč pokazale, da bi bila takšna zadolžitev cenejša od zadolžitve v evrih, saj je zahtevana stopnja donosnosti nižja, poleg tega pa je globalni trg tudi veliko globlji in likvidnejši od evrskega trga, zato obstaja večja verjetnost uspešnosti zadolžitve. Do izdaje obveznic v februarju se je zahtevana donosnost do dospelja evrskih obveznic približala zahtevani donosnosti dolarskih obveznic, kljub temu pa se je ministrstvo zaradi visokega tveganja neizvršitve na evrskem trgu odločilo za izdajo dveh obveznic, denominiranih v dolarjih, in sicer v nominalnem znesku 1.500 milijonov dolarjev in 2.000 milijonov dolarjev. Na podlagi analiziranja evrskega trga in stikov z investitorji je ministrstvo namreč ocenilo, da je še obstajalo tveganje, da z izdajo obveznic na evropskem trgu ne bi zbrali potrebnih sredstev za financiranje izvrševanja proračuna.

Pojasnilo ministrstva

Nobeden od primarnih vpisnikov, tudi tistih, ki so bili kasneje izbrani za vodenje izdaje obveznic, Republiki Sloveniji ni predlagal, da bi bila njena prva izdaja obveznic v letu 2014 in hkrati tudi prva izdaja po objavi testov kakovosti bančne aktive in obremenitvenih testov izvedena na evropskem trgu. Ker imajo investicijske banke vzpostavljene prodajne kanale in

¹⁷⁸ 1.094.970.436 evrov po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje.

¹⁷⁹ 1.459.960.581 evrov po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje.

tesne stike z investitorji, je ministrstvo sklenilo, da bi bil poskus izdaje na evropskem trgu preveč tvegan z vidika zagotovitve potrebnega obsega sredstev za financiranje izvrševanja proračuna, ameriški trg pa je mnogo širši in globlji. Analize so pokazale, da je bila obrestna mera na ameriškem trgu po valutni zamenjavi nižja kot na evropskem trgu.

Zaradi velikega obsega zadolžitve se je ministrstvo, podobno kot v letu 2013, odločilo za izdajo dveh obveznic z različno ročnostjo, s čimer je refinanciranje dolga lahko enakomernejše porazdelilo po več letih, hkrati pa je z obveznico s krajšo ročnostjo doseglo nižjo zahtevano stopnjo donosnosti.

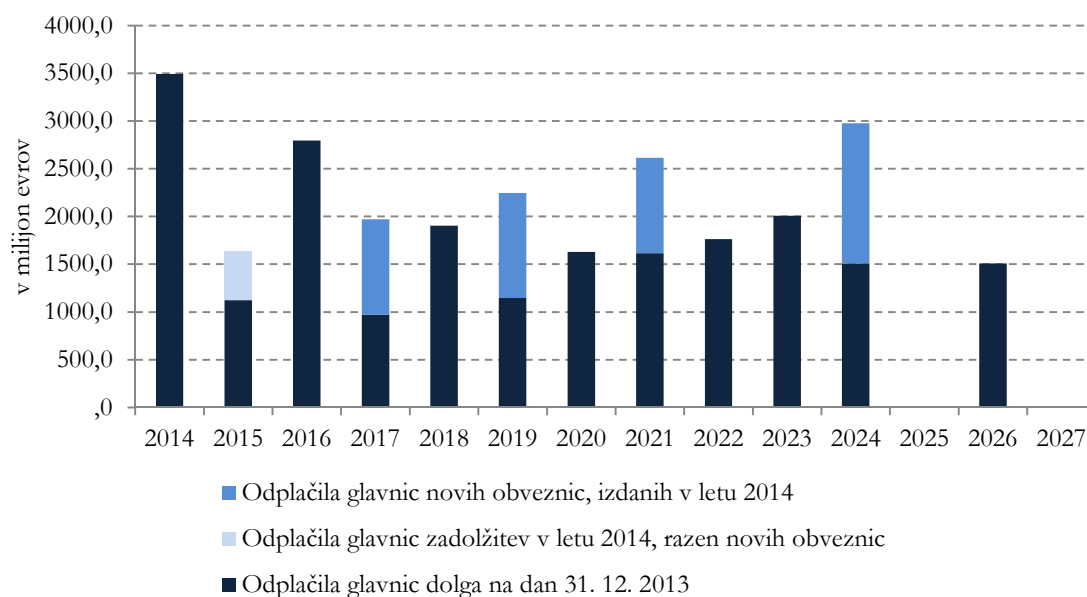
Ker sta bili obveznici denominirani v dolarjih, je bila zadolžitev izpostavljena tečajnemu tveganju. Za obvladovanje tega tveganje je ministrstvo načrtovalo in izvedlo posle valutne zamenjave, ki so tveganje odpravili.

2.2.4.b Zahtevane stopnje donosnosti do dospelosti so po februarju 2014 še padale, zato se je ministrstvo v aprilu 2014 odločilo za novo zadolžitev. Do takrat je ministrstvo čakalo na ugodnejše zahtevane stopnje donosnosti, ki so v tem času padale. Po uspešno izvedeni zadolžitvi v februarju 2014 na globalnem trgu v dolarjih je bila verjetnost uspešne zadolžitve tudi na evropskem trgu veliko večja. Zato se je ministrstvo odločilo za izdajo obveznice na evropskem trgu, s čimer se je Republika Slovenija nanj vrnila po treh letih brez izdaje obveznice na tem trgu. Na odločitev so vplivale tudi nižje zahtevane stopnje donosnosti na evropskem trgu v primerjavi z ameriškim oziroma dolarskim trgom¹⁸⁰. Izdaja obveznic na evropskem trgu po treh letih premora je okrepila krivuljo donosa vrednostnih papirjev Republike Slovenije. Ministrstvo se je odločilo za izdajo dveh obveznic, vsaka v nominalnem znesku 1.000 milijonov evrov. Tudi v tem primeru je država izdala dve obveznici z različno ročnostjo, da bi bolje obvladovala tveganje refinanciranja, obveznica s krajšo ročnostjo pa ima tudi manjšo zahtevano stopnjo donosnosti.

2.2.4.c Ministrstvo je odplačilo glavnice obveznic, izdanih v prvi polovici leta 2014, časovno umeščalo glede na velikost odplačil glavnice že obstoječega dolga v prihodnjih letih. Odplačila glavnice navedenih obveznic so bila umeščena v leta 2017, 2019, 2021 in 2024, ko ne zapadejo večje glavnice že obstoječega dolga. S tem se je oblikovala taka struktura dolga, da dolg zapada v čim bolj podobnih zneskih po posameznih letih. To je bilo doseženo tudi tako, da sta se isti dan izdali dve obveznici z različno ročnostjo in ne ena. V primerjavi z izdajami v letu 2013 je ministrstvo z izdajami obveznic v letu 2014 še enakomernejše razporedilo prihodnja odplačila glavnice prek več let, na zmanjšanje tveganja refinanciranja pa je vplivala tudi daljša povprečna ročnost izdaj.

¹⁸⁰ V obdobju zadolžitve so bile zahtevane stopnje donosnosti nizke, v kasnejših mesecih pa so padle celo na najnižjo raven do sedaj. Na dan 30. 6. 2014 je znašala zahtevana stopnja donosnosti do dospelosti za 5-letno evrsko obveznico 1,9 odstotka, za 10-letno evrsko obveznico pa 3,1 odstotka.

Slika 8: Načrt odplačil glavnice zadolžitev na dan 30. 6. 2014



Vir: podatki ministrstva.

2.2.4.d Ocenjujemo, da je ministrstvo odločitve za izvedbo zadolžitev z novoizdanimi obveznicami v prvi polovici leta 2014 sprejelo ob ustreznem upoštevanju izvedenih analiz. Zadolžitve je načrtovalo tako, da si je prizadevalo kar najbolj minimizirati izpostavljenost dolga tržnim tveganjem. Menimo, da bi ministrstvo tveganje refinanciranja lahko še dodatno zmanjšalo z izbiro zadolžitev s še daljšo ročnostjo. Takšna zadolžitev bi bila smiselna tudi zaradi izredno nizke zahtevane stopnje donosnosti v prvi polovici leta 2014.

3. MNENJE

Izvedli smo revizijo *uspešnosti načrtovanja zadolževanja v letu 2013 in prvi polovici leta 2014*. Revizijo smo izvajali na *Vladi Republike Slovenije in Ministrstvu za finance*. V okviru glavnega revizijskega vprašanja, ali je bilo načrtovanje zadolževanja državnega proračuna uspešno, smo preverjali, ali je bila oblikovana srednjeročna strategija zadolževanja, ali je bil letni program financiranja usklajen s strategijo oziroma s strateškimi cilji zadolževanja, ali je Ministrstvo za finance analiziralo ustreznost strategije zadolževanja in ciljev ter predlagalo spremembe in ali je bila posamezna zadolžitev z novimi obveznicami načrtovana v skladu s strateškimi in z operativnimi cilji zadolževanja.

Ključni dokument na področju načrtovanja zadolževanja je program financiranja proračuna Republike Slovenije, ki ga sprejme Vlada Republike Slovenije. V njem so določeni strateški in operativni cilji zadolževanja za leto, v katerem velja. Ministrstvo za finance je v Strategiji Ministrstva za finance za obdobje 2014–2015 v zvezi s temi strateškimi cilji določilo merila in roke za doseganje ciljev, aktivnosti ter tveganja pri uresnitvi ciljev in ukrepe za njihovo obvladovanje. Strategija Ministrstva za finance za obdobje 2014–2015 ni bila javno objavljena in predstavlja predvsem interno usmeritev za vodenje in ocenjevanje uspešnosti pri poslih, ki se nanašajo na zadolževanje. Najpomembnejši strateški cilj zadolževanja je zagotovitev financiranja izvrševanja proračuna, ki ga Ministrstvo za finance mora doseči ne glede na ostale cilje. Strateški cilji zadolževanja so skladni z izsledki dobre prakse, ki jo priporočajo mednarodne finančne institucije, in menimo, da predstavljajo ustrezno podlago za naslednje faze načrtovanja zadolževanja. Skladno z usmeritvami iz gradiv mednarodnih finančnih organizacij se strateški cilji niso veliko spreminjali, zadnja večja sprememba je bila v letu 2007, ko je Republika Slovenija prevzela evro. Menimo, da je taka praksa oblikovanja strateških ciljev ustrezna, saj se strateški cilji postavljajo za daljše obdobje, poleg tega pa so oblikovani tako, da jih je mogoče zasledovati ne glede na makroekonomske okoliščine države oziroma okoliščine na kapitalskih trgih.

Strateški cilji bi morali predstavljati izhodišče za oblikovanje srednjeročne strategije zadolževanja, ki pa je Vlada Republike Slovenije ni sprejela. Posamezni elementi, ki bi morali biti sestavni del strategije zadolževanja, so zajeti s programi financiranja proračuna, vendar je program financiranja proračuna letni dokument in Ministrstvu za finance ne daje formalnih usmeritev glede načina zadolževanja za daljše časovno obdobje, prav tako s temi usmeritvami ni bila seznanjena zainteresirana javnost. Strategija zadolževanja naj bi predvsem dala usmeritev Ministrstvu za finance o stopnji tveganj, ki jih lahko sprejme v želji po minimiziranju stroškov zadolževanja. Ker Vlada Republike Slovenije te usmeritve ni sprejela, je moralo Ministrstvo za finance voditi konzervativno politiko zadolževanja, da bi kar najbolj minimiziralo izpostavljenost dolga tveganjem. To so pokazale tudi analize dolžniškega portfelja, s katerimi niso bila zaznana posebna tveganja, ki se nanašajo na dolg. Kljub temu da Vlada Republike Slovenije srednjeročne strategije formalno ni sprejela, je Ministrstvo za finance ob načrtovanju poslov zadolžitve smiselno uporabljalo tudi tiste postopke in metode, ki jih mednarodne finančne organizacije navajajo kot potrebne ob pripravi srednjeročne strategije zadolževanja in ob načrtovanju poslov zadolžitve.

Ministrstvo za finance je stalno spremljalo in analiziralo strukturo dolžniškega portfelja ter dogajanje na kapitalskih trgih, formalni okvir za spremljanje in obvladovanje tveganj pa je v večjem delu vzpostavljalo v letih 2013 in 2014. Menimo, da pomemben korak na področju spremljanja in obvladovanja tveganj predstavlja ustanovitev Odbora za upravljanje s tveganji in dolžniške kapitalske trge Ministrstva za finance, v okviru katerega naj bi se zagotovilo tudi ustrezno dokumentiranje odločitev, kar bi med drugim zagotovilo kasnejše lažje reproduciranje okoliščin v času sprejemanja odločitev. Dokumentiranje analiz in odločitev, ki so bile sprejete na podlagi teh analiz, namreč ni bilo celovito, kar je povezano tudi z velikim obsegom nalog, ki so jih zaposleni izvajali v obdobju, na katero se nanaša revizija. Obseg zadolževanja se je namreč v primerjavi z obdobjem pred finančno krizo močno povečal, število zaposlenih, ki izvajajo posle zadolževanja, pa se je z leti zmanjševalo. S tem se je povečalo operativno tveganje pravočasne izvršitve vseh zahtevanih opravil in postopkov ob izdajah vrednostnih papirjev, še posebej ob nepričakovanih odsotnosti.

Na uspešnost izvedbe poslov zadolževanja vpliva tudi seznanjenost organa, pristojnega za sprejemanje odločitev glede zadolževanja in izvedbo zadolževanja, s trenutnimi gospodarskimi in političnimi razmerami v državi in z načrtovanimi politikami države. Posebne komunikacijske poti med Ministrstvom za finance in drugimi nosilci politik niso bile utečene, prav tako niso bili sprejeti posebni protokoli o načinu komunikacije in obveščanja o aktualnih odločitvah in tekočem dogajanju. Menimo, da bi bilo smiselno vzpostaviti protokole komuniciranja, na podlagi katerih bi Ministrstvo za finance sproti razpolagalo s podatki za lažje načrtovanje zadolževanja. Te informacije so še posebej nujne pri načrtovanju izvedbe posameznih poslov, na primer pri pripravi prospektov ob izdaji vrednostnih papirjev.

Operativni cilji zadolževanja so bili določeni v programih financiranja za leti 2013 in 2014, in sicer z določitvijo instrumentov zadolževanja. Programa financiranja sta ob primarnem instrumentu, to je javna izdaja obveznic na sindiciran način, dopuščala tudi alternativne instrumente zadolževanja. Vlada Republike Slovenije je s tem Ministrstvu za finance dala precej široka pooblastila glede izbire načina zadolžitve, pri tem pa ni postavila konkretnjših usmeritev, iz katerih bi izhajalo, kakšna tveganja sme Ministrstvo za finance prevzeti v želji po doseganju čim nižjih stroškov zadolžitve, in kakšno strukturo portfelja naj pri tem skuša doseči. Načelo prožnosti, ki Ministrstvu za finance omogoča večje možnosti prilagajanja tržnim razmeram, je bilo uvedeno zaradi posledic finančne krize, ko so možnosti zadolžitve postale omejene in so države morale iskati nove načine za pridobitev sredstev. Menimo, da je tovrstna sprememba ustrezen odziv na spremenjene okoliščine, vendar opozarjamo, da takšna določitev okvira za zadolževanje, brez ustreznih usmeritev Vlade Republike Slovenije glede sprejemanja izpostavljenosti dolga tveganjem, zahteva prevzemanje večje odgovornosti odločevalcev in strokovnih služb Ministrstva za finance, hkrati pa od Ministrstva za finance zahteva vodenje konzervativne politike zadolževanja, ki dolžniški portfelj čim manj izpostavlja tveganjem.

Preverili smo tudi skladnost načrtovanja zadolževanja z novimi obveznicami s strateškimi in z operativnimi cilji. Menimo, da je Ministrstvo za finance odločitve za izvedbo zadolžitve z novoizdanimi obveznicami v letu 2013 in prvi polovici leta 2014 sprejelo ob ustreznem upoštevanju izvedenih analiz. Zadolžitve je načrtovalo tako, da je skušalo kar najbolj minimizirati izpostavljenost dolga tržnim tveganjem. Tveganje refinanciranja bi se bolj zmanjšalo z izbiro zadolžitve z daljšo ročnostjo, vendar ocenjujemo, da je bila izbira ročnosti pogojena predvsem z razmerami na trgu in s ceno zadolžitve, ki bi ob daljši ročnosti prinesla tudi višje stroške. V začetku leta 2013 je obstajala možnost ugodnejše zadolžitve od dejansko realizirane, vendar v tem obdobju Program financiranja proračuna Republike Slovenije za leto 2013 še ni bil sprejet. Poleg tega bi morale Ministrstvo za finance tudi po njegovem sprejemu za

izvedbo zadolžitve z obveznico imeti soglasje Vlade Republike Slovenije, ki pa ga ni dobilo. Zaradi takratne politične nestabilnosti pričakovani odziv mednarodnih finančnih trgov na morebitno izdajo obveznice verjetno ne bi bil pozitiven.

4. ZAHTEVA ZA PREDLOŽITEV ODZIVNEGA POROČILA

Vlada Republike Slovenije in *Ministrstvo za finance* morata v roku 60 dni po prejemu revizijskega poročila predložiti računskemu sodišču odzivno poročilo.

Odzivno poročilo mora vsebovati:

1. navedbo revizije, na katero se nanaša,
2. kratek opis nesmotnosti v poslovanju, ki so bile razkrite z revizijo, in
3. izkaz popravljalnih ukrepov.

Izkaz popravljalnih ukrepov mora obsegati navedbo popravljalnih ukrepov in ustrezna dokazila o izvedenih popravljalnih ukrepih za odpravo ugotovljenih nesmotnosti.

Načrti aktivnosti, ki jih zahtevamo, morajo vsebovati navedbo aktivnosti, odgovorno osebo in rok za izvedbo posamezne aktivnosti.

Vlada Republike Slovenije mora:

- pripraviti načrt aktivnosti za sprejem protokolov komunikacije, na podlagi katerih bo Ministrstvo za finance oziroma Direktorat za zakladništvo pridobil podatke in informacije, ki jih potrebuje za kar najbolj uspešno načrtovanje in izvršitev zadolževanja – točka 2.1.2.4.a;
- pripraviti načrt aktivnosti za sprejem akta, kjer bo opredeljen postopek priprave letnega programa financiranja; v aktu morajo biti natančno navedeni postopek, naloge in pristojnosti posameznih nosilcev s časovno opredelitvijo izvedbe posameznih nalog; časovna opredelitev izvedbe nalog mora zagotavljati pravočasen sprejem programa financiranja, ki bo omogočil izvedbo poslov zadolževanja že z začetkom proračunskega leta – točka 2.1.3.c.

Ministrstvo za finance mora:

- pripraviti načrt aktivnosti za analizo dejanskega obsega nalog, ki so povezane z izvedbo poslov zadolževanja in z upravljanjem z dolgom državnega proračuna, ter na podlagi analize sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi bo zmanjšalo operativno tveganje, povezano s kadrovsko strukturo notranjih organizacijskih enot, ki sodelujejo pri poslih zadolževanja in upravljanja z dolgom – točka 2.1.2.3.d.

Po drugem odstavku 29. člena ZRacS-1 je odzivno poročilo uradna listina, ki jo potrdi odgovorna oseba uporabnika javnih sredstev s svojim podpisom in pečatom.

Računsko sodišče bo ocenilo verodostojnost odzivnega poročila, to je resničnost navedb o popravljalnih ukrepih, in po potrebi opravilo revizijo odzivnega poročila na podlagi četrtega odstavka 29. člena ZRacS-1. Prav tako bo ocenilo zadovoljivost sprejetih popravljalnih ukrepov.

Če odzivno poročilo ne bo predloženo v roku, določenem v tem revizijskem poročilu, stori odgovorna oseba uporabnika javnih sredstev prekršek po tretjem odstavku 38. člena ZRacS-1. Če uporabnik javnih sredstev, ki bi moral predložiti odzivno poročilo, niti v roku 15 dni po izteku roka za predložitev odzivnega poročila računskemu sodišču ne predloži odzivnega poročila, se šteje, da uporabnik javnih sredstev krši obveznost dobrega poslovanja¹⁸¹. Prav tako opozarjamo, da se neresnične navedbe v odzivnem poročilu obravnavajo kot neresnične navedbe v uradni listini (drugi odstavek 29. člena ZRacS-1).

Če bo računsko sodišče v porevizijskem postopku ugotovilo, da Vlada Republike Slovenije in Ministrstvo za finance kršita obveznost dobrega poslovanja, bo ravnalo v skladu s sedmim do štirinajstim odstavkom 29. člena ZRacS-1.

¹⁸¹ 3. točka prvega odstavka 37. člena Poslovnika Računskega sodišča Republike Slovenije.

5. PRIPOROČILA

Vladi Republike Slovenije priporočamo, naj:

- ob sodelovanju širše skupine strokovnjakov oblikuje srednjeročno strategijo zadolževanja državnega proračuna, v kateri bo Ministrstvu za finance dala usmeritve glede tveganj, ki jih sme prevzeti pri zasledovanju cilja zniževanja stroškov zadolževanja državnega proračuna; strategija naj temelji na analizah stroškov in tveganj, ki identificirajo ranljivost dolžniškega portfelja na šoke na trgu, ter na napovedih fiskalne, gospodarske in drugih relevantnih politik; strategija naj bo izražena vsaj kot prednostna usmeritev razvoja specifičnih kazalnikov za posamezna tveganja ter javno objavljena;
- v okviru svojih pristojnosti prične z aktivnostmi, ki bodo omogočile sodelovanje deležnikov z različnih področij pri izvedbi stresnih testov, na podlagi katerih bi se analizirale posledice uresničitve ključnih tveganj na zmožnost servisiranja dolga.

Ministrstvu za finance priporočamo, naj:

- dokumentira podlage in dejavnike, na podlagi katerih pripravi letni program financiranja.

Pravni pouk

Tega poročila na podlagi tretjega odstavka 1. člena ZRacS-1 ni dopustno izpodbijati pred sodišči in drugimi državnimi organi.

Tomaž Vesel,
generalni državni revizor

Priloga: 1

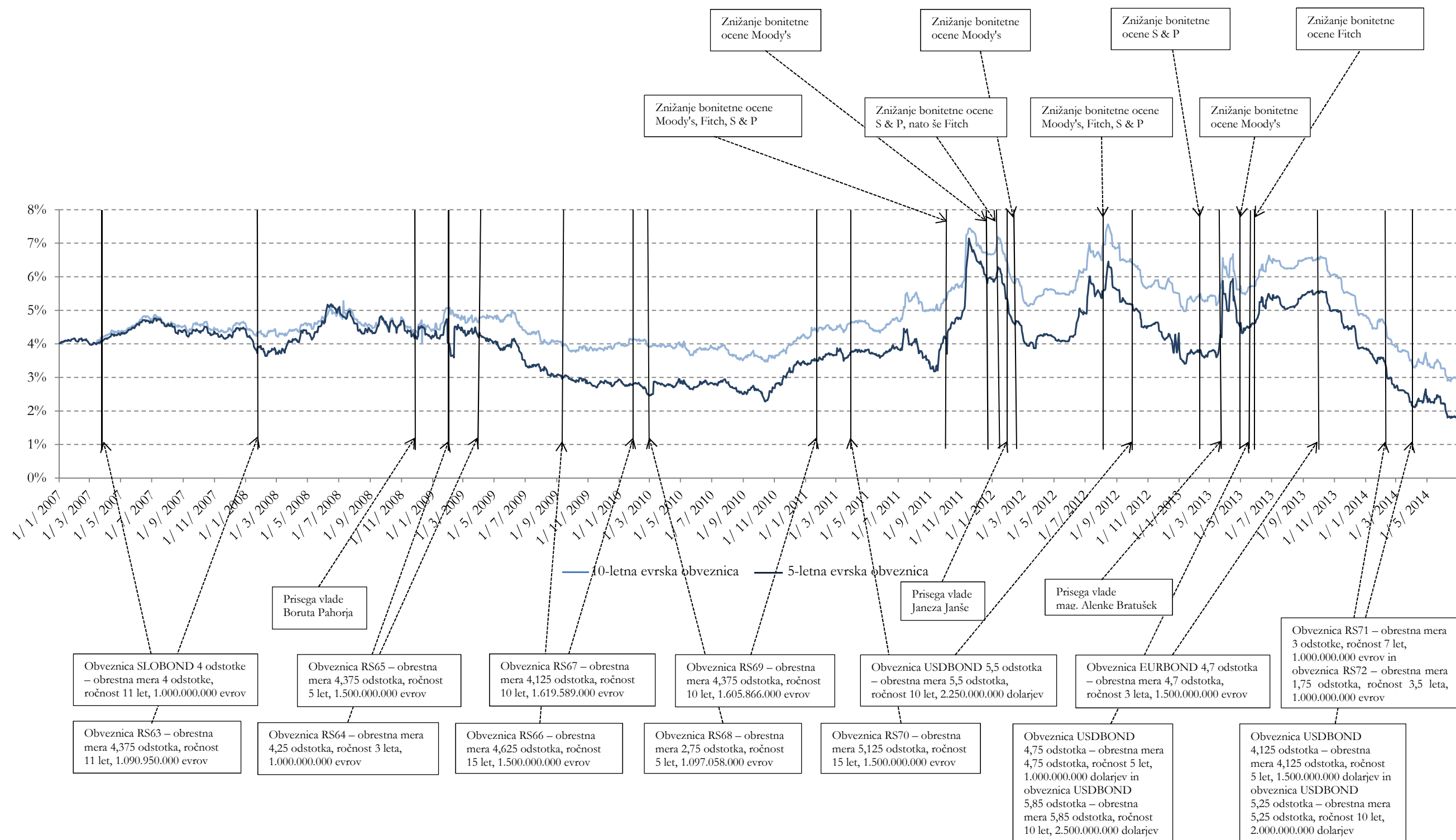
Poslano:

1. Vladi Republike Slovenije, priporočeno s povratnico;
2. Ministrstvu za finance, priporočeno s povratnico;
3. Janezu Janši, priporočeno;
4. mag. Alenki Bratušek, priporočeno;
5. dr. Janezu Šušteršiču, priporočeno;
6. dr. Urošu Čuferju, priporočeno;
7. Državnemu zboru Republike Slovenije, priporočeno;
8. arhivu.

6. PRILOGA

Priloga 1: Časovni trak – zahtevana stopnja donosnosti do dospelosti 10-letnih in 5-letnih evrskih obveznic na sekundarnem trgu, gibanje bonitetnih ocen, prisege vlad in nove izdaje obveznic

Priloga 1: Časovni trak – zahtevana stopnja donosnosti do dospelosti 10-letnih in 5-letnih evrskih obveznic na sekundarnem trgu, gibanje bonitetnih ocen, prisege vlad in nove izdaje obveznic



Opomba: *Moody's* – *Moody's Investors Service Inc.*; *Fitch* – *Fitch Ratings Inc.*; *S & P* – *Standard & Poor's Financial Services LLC*. Podatki o obrestni meri obveznic predstavljajo kuponsko obrestno mero, brez upoštevanja poslov valutne zamenjave.

Viri: podatki Ministrstva za finance, Bilten javnih financ, september 2014; [URL: <http://countryeconomy.com/ratings/slovenia/>], 2. 10. 2014.

*Bdimo nad potmi
javnega denarja*

Računsko sodišče Republike Slovenije
The Court of Audit of the Republic of Slovenia
Slovenska cesta 50, 1000 Ljubljana, Slovenija
tel.: +386 (0) 1 478 58 00
fax: +386 (0) 1 478 58 91
sloaud@rs-rs.si
www.rs-rs.si