

SREDNJEROČNA
STRATEGIJA
UPRAVLJANJA JAVNEGA
DOLGA ZA OBDOBJE
2023 – 2025

KAZALO

1.	UVOD.....	6
1.1.	Pravna podlaga za zadolževanje države.....	7
1.2.	Instrumenti in dinamika zadolževanja.....	7
1.2.1.	Kratkoročni instrumenti zadolževanja.....	8
1.2.2.	Dolgoročni instrumenti zadolževanja.....	8
1.3.	Strateški okvir upravljanja z dolgom v srednjeročnem obdobju 2023–2025.....	8
2.	IZHODIŠČA STRATEGIJE ZA OBDOBJE 2023–2025.....	10
2.1.	Makroekonomsko in finančno okolje.....	10
2.2.	Javnofinančno izhodišče za strateško obdobje upravljanja z dolgom.....	12
2.2.1.	Pravilo dolga iz Pakta stabilnosti in rasti.....	13
2.3.	Razvoj in ocena dolga sektorja država v letu 2022.....	15
2.4.	Karakteristike dolga državnega proračuna.....	17
2.5.	Razvoj bonitetne ocene Republike Slovenije.....	21
3.	CILJNE VREDNOSTI RELEVANTNIH JAVNOFINANČNIH PARAMETROV....	24
3.1.1.	Vzdržnost dolga sektorja država.....	24
3.1.2.	Analiza občutljivosti dolga.....	26
4.	TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	28
4.1.	Položaj Republike Slovenije na kapitalskih trgih.....	28
4.2.	Likvidnost vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu.....	33
4.3.	Institucionalna struktura investitorjev v obveznice Republike Slovenije.....	34
5.	UPRAVLJANJE Z DOLGOM.....	36
5.1.	Odkupi in zamenjave vrednostnih papirjev.....	36
5.1.1.	Kriteriji za izvedbo transakcij odkupov in zamenjav vrednostnih papirjev.....	37
5.1.2.	Način izvedbe transakcij odkupov in zamenjav vrednostnih papirjev....	38
5.2.	Valutne in obrestne zamenjave.....	38
5.2.1.	Upravljanje zavarovanja iz naslova sklenjenih valutnih in obrestnih zamenjav.....	40
6.	STRATEŠKI CILJI V OBDOBJU 2023 – 2025.....	41
6.1.	Strateški cilj 1: Zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna v potrebnem obsegu.....	41
6.1.1.	Podrobnejša opredelitev cilja.....	41
6.1.2.	Merila za doseganje cilja.....	41
6.1.3.	Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja.....	41
6.1.4.	Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali.....	42

6.2. Strateški cilj 2: Minimiziranje dolgoročnega stroška financiranja s sprejemljivim tveganjem refinanciranja ter sprejemljivimi valutnimi, obrestnimi in drugimi tržnimi tveganji.....	43
6.2.1. Podrobnejša opredelitev cilja.....	43
6.2.2. Merila za doseganje cilja.....	43
6.2.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja	43
6.2.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali	44
6.3. Strateški cilj 3: Širitev investicijskega zaledja za krepitev stalnega in zanesljivega dostopa do virov financiranja in učinkovito komuniciranje z relevantnimi mednarodnimi institucijami.....	46
6.3.1. Podrobnejša opredelitev cilja.....	46
6.3.2. Merila za doseganje cilja.....	46
6.3.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja	46
6.3.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali	47
6.4. Strateški cilj 4: Povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev	48
6.4.1. Podrobnejša opredelitev cilja.....	48
6.4.2. Merila za doseganje cilja.....	48
6.4.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja	48
6.4.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali	49
6.5. Strateški cilj 5: Nadaljnja centralizacija in konsolidacija sredstev sistema enotnega zakladniškega računa države ter nadaljnji razvoj aplikativnega sistema EZRLKV	51
6.5.1. Podrobnejša opredelitev cilja.....	51
6.5.2. Merila za doseganje cilja.....	51
6.5.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja	51
6.5.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali	52
6.6. Strateški cilj 6: Zagotovitev kontinuiranega razvoja aplikativnega sistema EZRLKV	53
6.6.1. Podrobnejša opredelitev cilja.....	53
6.6.2. Merila za doseganje cilja.....	53
6.6.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja	53
6.6.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali	54
6.7. Strateški cilj 7: Zagotovitev kontinuiranega razvoja, učinkovitosti in odzivnosti informacijskega sistema kontrol in podatkov o zadolženosti sektorja država	55

6.7.1. Podrobnejša opredelitev cilja.....	55
6.7.2. Merila za doseganje cilja.....	55
6.7.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja	55
6.7.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali	56

KAZALO SLIK

Slika 1: Stanje dolga sektorja država konec leta 2021 v državah članicah EU	13
Slika 2: Konsolidiran dolg sektorja država v obdobju 2020 - F2025 v % BDP	14
Slika 3: Izvršeno zadolževanje in upravljanje z dolgom državnega proračuna v letu 2022 skozi optiko odplačil glavnice dolga	15
Slika 4: Konsolidiran dolg sektorja država v obdobju 2015 - E2022 v primerjavi z EA in EU v % BDP.....	16
Slika 5: Povprečni preostali čas do zapadlosti (AWTM), trajanje (MD), tehtana izdana obrestna mera (WIY) in implicitna obrestna mera portfelja dolga (IIR) po letih	17
Slika 6: Delež obresti v odhodkih državnega proračuna.....	18
Slika 7: Obrestni izdatki državnega proračuna nominalno in izraženo v % BDP.....	18
Slika 8: Dolg državnega proračuna z vidika valutne strukture v letu 2022.....	19
Slika 9: Odplačila glavnice dolga državnega proračuna po letih.....	20
Slika 10: Odplačila glavnice dolga državnega proračuna in njihova povprečna kuponska obrestna mera po letih.....	20
Slika 11: Struktura dolga državnega proračuna Republike Slovenije v obdobju 2000–2022 glede na rezidentstvo investitorjev	21
Slika 12: Pregled bonitetne ocene Republike Slovenije skozi čas	22
Slika 13: Vpliv bonitetne ocene na višino evrskega 10-letnega kreditnega pribitka držav evrskega območja.....	23
Slika 14: Zahtevana donosnost do dospelja 10-letnih evrskih obveznic Slovenije v primerjavi s povprečjem evrskega območja	25
Slika 15: Parametri vzdržnosti dolga sektorja država	26
Slika 16: Občutljivost razvoja dolga sektorja država (% BDP).....	27
Slika 17: Krivulja donosnosti vrednostnih papirjev Republike Slovenije	29
Slika 18: Gibanje donosov 10-letnih obveznic izbranih držav evrskega območja.....	30
Slika 19: Gibanje 10-letne zahtevane donosnosti in kreditnega pribitka Republike Slovenije od leta 2012.....	31
Slika 20: 10-letni zahtevani donos in pribitek Republike Slovenije nad srednjo obrestno zamenjavo (MS) in nemško obveznico.....	31
Slika 21: Frekvenčna porazdelitev doseženih vrednosti evrske srednje obrestne zamenjave za obdobje od leta 2010 v primerjavi z nivoji danes.....	32
Slika 22: Trajektorija donosov zakladnih menic Republike Slovenije različnih ročnosti	32
Slika 23: Obseg trgovanja na uradni trgovalni platformi (MTS) in ostalih trgih (OTC) 33	
Slika 24: Razlika med zahtevanim donosom evrske 5- in 10-letne slovenske obveznice nakupne in prodajne strani.....	34
Slika 25: Institucionalna razvrstitev investitorjev	35
Slika 26: Geografska razvrstitev investitorjev	35
Slika 27: Stanje posameznih USD obveznic Republike Slovenije po koncu vseh transakcij upravljanja z dolarskim dolžniškim portfeljem.....	39

Slika 28: Shema predčasnega refinanciranja dolarskih obveznic Republike Slovenije z evrskimi obveznicami daljših ročnosti 39

KAZALO TABEL

Tabela 1: Izbrani ključni javno-finančni parametri z vidika priprave strategije	12
Tabela 2: Stanje in ocena dolga sektorja država za leto 2022	16
Tabela 3: Bonitetne ocene Republike Slovenije	22
Tabela 4: Strateški ciljni parametri razvoja dolga sektorja država v srednjeročnem obdobju	24

1. UVOD

Namen Srednjeročne strategije upravljanja javnega dolga za obdobje 2023–2025 je določitev strateških ciljev, ki jih zasleduje Ministrstvo za finance pri zadolževanju države in upravljanju z dolgom državnega proračuna.

Strategija upošteva makroekonomske in monetarne razmere, ki so se v letu 2022 izrazito spremenile. Izpostavljena so tveganja recesije v okolju visoke inflacije ter nadaljnega poglobljanja rusko-ukrajinske krize. EU je zaradi geografske bližine vojne v Ukrajini in visoke odvisnosti od uvoza energentov iz Rusije med najbolj izpostavljenimi razvitimi gospodarstvi. Osrednji ekonomski izziv evrskega območja je postala visoka inflacija, saj se zaradi rusko-ukrajinske krize zvišujejo globalne cene surovin, hrane in energije ob že izpostavljenih motnjah v dobavnih verigah. Presežek na tekočem računu plačilne bilance evrskega območja se ob visokih cenah energentov in hrane zmanjšuje kljub ugodnim gibanjem kazalnikov zunanje konkurenčnosti evrskega območja.

ECB je v letu 2022 pričela z restriktivno denarno politiko v boju zoper inflacijo, tako po kriteriju dinamike sprejemanja odločitev kot višine povečanj ključnih referenčnih obrestnih mer, ki ji ni primerjave v novejši zgodovini. Obrestna mera za mejni depozit se je od začetka leta 2022 povečala z -0,50 % na 1,50 %, obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja z 0,00 % na 2,00 % ter obrestna mera za mejno posojilo z 0,25 % na 2,25 %. ECB je pred tem zaključila neto nakupe sredstev. Zviševanje referenčnih obrestnih mer ECB se preko transmisijskega mehanizma denarne politike odraža v rasti zahtevane donosnosti na dolžniških kapitalskih trgih držav evrskega območja. Rast zahtevane donosnosti se kaže predvsem kot posledica rasti evrske srednje obrestne zamenjave, ki danes predstavlja pretežni delež zahtevane donosnosti, in sicer z različno intenziteto pri različnih ročnostih. Preostali del v strukturi obrestne mere predstavlja kreditni pribitek, ki je lasten Republiki Sloveniji.

Srednjeročna strateška usmeritev in prizadevanje Ministrstva za finance tudi v obdobju 2023 – 2025 ostajata enaka. Kljub zahtevnim ekonomskim in fiskalnim okoliščinam kot posledice pandemije Covid-19 in zaostrenih geopolitičnih razmer v svetu se ohranijo dosežene ugodne bonitetne ocene Republike Slovenije, s čimer se krepi odpornost na rast kreditnega pribitka.

Z vzpostavitvijo evrske krivulje donosnosti do 60 let in z izboljšano metriko tveganj portfelja dolga državnega proračuna v zadnjih letih ter oblikovanjem visokih likvidnih rezerv državnega proračuna je omogočen optimalnejši položaj in fleksibilnost pri načrtovanju vstopanja na dolžniške kapitalске trge, še posebno v negotovih razmerah. Prav tako Republika Slovenija ohranja širok dostop do virov financiranja z ustrezno razporejenimi odplačili dolga po letih. Vzdržnost in s tem obvladljiva dinamika javnega dolga sta pomembni za investitorje v vrednostne papirje Republike Slovenije.

Dolg sektorja država, izražen v deležu BDP, je relevanten kriterij z vidika presoje kreditnega tveganja (pribitka) in posledično zahtevane donosnosti. Konec leta 2021 je dolg sektorja država znašal 38.877 milijonov EUR ali 74,5 % BDP. S tem se Slovenija uvršča nižje od povprečja evrskega območja (95,4 % BDP) in EU povprečja (87,9 % BDP).

Evropska komisija je v razpravo posredovala predlog prenove fiskalnih pravil v okviru Pakta stabilnosti in rasti, ki bodo predvidoma začela veljati z letom 2024. Predlog ukinja pravilo o potrebni hitrosti zniževanja dolga v višini 1/20 in vpeljuje zahtevo do držav članic EU, ki so visoko ali srednje zadolžene, da same pripravijo načrt zniževanja dolga, s čemer bi bile bolj zavezane njegovemu izpolnjevanju.

1.1. Pravna podlaga za zadolževanje države

Ključna zakona, ki urejata zadolževanje države, sta veljavni Zakon o javnih financah (v nadaljevanju: ZJF) ter vsakokratni Zakon o izvrševanju proračuna Republike Slovenije.

Veljavni ZJF v 81. členu določa, da se država za izvrševanje državnega proračuna v tekočem proračunskem letu lahko zadolži doma in v tujini do višine primanjkljaja bilance prihodkov in odhodkov, računa finančnih terjatev in naložb ter 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.

V skladu s 84. členom veljavnega ZJF se zadolževanje za financiranje izvrševanja državnega proračuna in za upravljanje z državnim dolgom v posameznem proračunskem letu izvaja na podlagi programa financiranja, ki ga sprejme vlada. Obseg zadolžitve države za posamezno leto za namen kritja presežkov odhodkov nad prihodki v bilanci prihodkov in odhodkov, presežkov izdatkov nad prejemki v računu finančnih terjatev in naložb ter odplačilo dolgov v računu financiranja pa je določen v vsakokratnem Zakonu o izvrševanju proračuna Republike Slovenije.

1.2. Instrumenti in dinamika zadolževanja

Struktura instrumentov zadolževanja, razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim financiranjem in dinamika zadolževanja se načrtujeta na podlagi strateških ciljev in načel zadolževanja za proračun Republike Slovenije in ocenjene dinamike proračunskih denarnih tokov. Izbor instrumentov financiranja je pomemben dejavnik oblikovanja krivulje donosnosti državnih obveznic in izboljševanja ravni likvidnosti sekundarnega trga slovenskih državnih vrednostnih papirjev. Izbor instrumentov je odvisen od tržnih pogojev, pri čemer lahko notranji in zunanji dejavniki ožijo njihov nabor in določajo tudi časovno komponento izdaje vrednostnih papirjev. Poglavitno načelo je predvidljivost ob ohranjanju največje možne prožnosti izvedbe zadolževanja. Le tako se je pri izvedbi

zadolževanja mogoče primerno odzivati na spremembe tržnih razmer. Kot primarni instrument financiranja pretežnega dela potreb državnega proračuna je predvideno zadolževanje z izdajo državnih obveznic in zakladnih menic.

1.2.1. Kratkoročni instrumenti zadolževanja

Predvideni nabor kratkoročnih instrumentov zajema 3-, 6- in 12-mesečne zakladne menice, zadolževanje v okviru sistema enotnega zakladniškega računa države ter druge tržno uveljavljene kratkoročne instrumente, kot je instrument začasne posoje obveznic (repo posli). Zadolževanje z izdajami zakladnih menic se bo predvidoma izvrševalo na avkcijski način.

1.2.2. Dolgoročni instrumenti zadolževanja

V okviru dolgoročnih instrumentov zadolževanja je kot primarni instrument predvidena javna izdaja državnih obveznic, na evropskem ali drugih trgih, na sindiciran ali avkcijski način, kot nova ali dodatna izdaja obstoječih obveznic. Drugi možni dolgoročni instrumenti zadolževanja so lahko avkcije 18-mesečnih zakladnih menic, izdaja obveznic, namenjena omejenemu krogu investitorjev (zasebni plasma), bančna posojila, »Schuldschein« ali drugi dolgoročni instrumenti zadolževanja, uveljavljeni na finančnem trgu.

1.3. Strateški okvir upravljanja z dolgom v srednjeročnem obdobju 2023–2025

Strategija temelji na strateških ciljih upravljanja z dolgom v obdobju 2023–2025, ki so:

1. zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna v potrebnem obsegu;
2. minimiziranje dolgoročnega stroška financiranja s sprejemljivim tveganjem refinanciranja ter sprejemljivim valutnim, obrestnim in drugimi tržnimi tveganji;
3. širitev investicijskega zaledja za krepitev stalnega in zanesljivega dostopa do virov financiranja in učinkovito komuniciranje z relevantnimi mednarodnimi ustanovami;
4. krepitev likvidnosti državnih vrednostnih papirjev in razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev;
5. nadaljnja centralizacija in konsolidacija sredstev sistema enotnega zakladniškega računa države;
6. zagotovitev kontinuiranega razvoja aplikativnega sistema EZR države;
7. zagotovitev kontinuiranega razvoja, učinkovitosti in odzivnosti informacijskega sistema kontrol in podatkov o zadolženosti sektorja država.

Osrednji operativni cilji upravljanja z državnim dolgom, ki se jim bo sledilo v proračunskih letih 2023-2025 na dolžniških kapitalskih trgih, so naslednji:

- učinkovito upravljanje z ročnostnim profilom dolga z vidika razmerja med stroški financiranja in tveganjem refinanciranja dolga državnega proračuna;
- širitev in krepitev investicijskega zaledja, tako glede vrste investitorja kot z vidika geografske porazdelitve z diverzifikacijo instrumentov financiranja, kar vključuje potencialno prisotnost z novo izdajo slovenskih obveznic na primarnem globalnem trgu (ZDA, Japonska);
- upravljanje z dolgom državnega proračuna znotraj ciljnih vrednosti dolga sektorja država;
- krepitev likvidnosti evrske SLOREP krivulje donosnosti Republike Slovenije preko izvajanja inštrumenta začasne posoje SLOREP obveznic Slovenije bankam primarnim vpisnicam (repo posli).

2. IZHODIŠČA STRATEGIJE ZA OBDOBJE 2023–2025

2.1. Makroekonomsko in finančno okolje

Zaradi geografske bližine vojne in močne odvisnosti od uvoza energentov iz Rusije je EU med najbolj izpostavljenimi razvitimi gospodarstvi. Države članice EU so glede na podatke SURS v letu 2020 iz Ruske federacije uvozile 24,4 % vse razpoložljive energije. Največ so uvozile zemeljskega plina (41,1 % vsega bruto razpoložljivega) in naftnih proizvodov (36,5 %). Slovenija je iz Ruske federacije uvozila 17,6 % razpoložljive energije (vsaj posredno, saj je po ocenah 80 % uvoza iz Avstrije dejansko iz Ruske federacije). Po viru energije je iz te države uvozila 81,0 % vsega razpoložljivega zemeljskega plina in 24,9 % naftnih proizvodov.

Obeti gospodarske rasti v evrskem območju se ob izrazitih inflacijskih pritiskih, energetski krizi ter zaostrovanju monetarne politike poslabšujejo. Evropska komisija v redni jesenski analizi gibanj ocenjuje, da sta pred evropskim gospodarstvom dve leti skromne rasti BDP, ob zelo neugodnem razvoju zunanjih okoliščin pa se v večini držav članic pričakuje začasna tehnična recesija (negativna rast BDP v dveh zaporednih četrletjih).

Fiskalna politika v evrskem območju ostaja ekspanzivna zaradi podpore gospodarstvu in prebivalstvu v razmerah predvsem visokih cen energentov in hrane. Na podlagi jesenske ekonomske napovedi Evropske komisije se v letu 2022 pričakuje javnofinančni primanjkljaj v EU v višini 3,4 % BDP in v evrskem območju (EA) v višini 3,5 % BDP. V letu 2023 se bo v skladu z napovedjo Evropske komisije zaradi uvajanja novih fiskalnih ukrepov, vezanih na visoke cene energentov, izdatke za begunce in varnost javnofinančni primanjkljaj v EU povečal na 3,6 % BDP in v EA na 3,7 % BDP. Pri tem v okviru jesenske napovedi Evropske komisije prevladuje ocena, da se bo stanje dolga sektorja država v razmerju do BDP v EU znižalo z 89,4 % BDP v letu 2021 na 84,1 % BDP v letu 2024, predvsem zaradi učinka imenovalca, tj. nominalne rasti BDP. Med ugodnimi gibanji v okviru EU izstopa trg dela, saj je stopnja brezposelnosti na zgodovinsko nizki ravni. Po podatkih Eurostata se je stopnja nezaposlenosti v EU konec septembra 2022 znižala na 6,0 % (6,6 % konec leta 2019) in v EA na 6,6 % (7,4 % konec leta 2019). V Sloveniji je bila stopnja anketne brezposelnosti v oktobru 2022 4,1-odstotna.

Okrepljeni inflacijski pritiski so v letu 2022 postali srednjeročna težava evrskega območja. Primarni dejavniki inflacije, ki so se začeli pojavljati v letu 2021 preko višjih cen energentov, so se v letu 2022 prelili v večino proizvodov, ki sestavljajo indeks cen življenjskih potrebščin. Inflacija v Sloveniji, podobno kot v evrskem območju, vztraja na visokih ravneh in postaja vse bolj široko osnovana. Evropska komisija ocenjuje stopnjo inflacije v EU v letu 2022 v višini 9,3 % in za EA 8,5 %, pri čemer ocenjuje, da se bo ta v letu 2023 znižala, a ostala razmeroma visoko pri 7,0 % (EU) oziroma 6,1 % (evrsko območje). 5-letna evrska inflacijska zamenjava, ki se uporablja kot ustaljena mera

inflacijskih pričakovanj s strani tržnih udeležencev glede inflacije čez 5 let za obdobje 5-let na letni ravni, znaša 2,3 %. V dolarskem denarnem območju ta znaša 2,5 %.

Zaradi visoke inflacije centralne banke po vsem svetu pospešeno dvigujejo obrestne mere. Tudi ECB inflacijske pritiske umirja z dvigi ključnih obrestnih mer, kar je imelo vpliv na močan porast zahtevanih donosnosti na državne obveznice. ECB je napovedala, da bo nadaljevala z dvigi obrestnih mer s ciljem preprečitve prekomernih inflacijskih pričakovanj, pri čemer bo odločitve o posameznih dvigih zaradi visoke negotovosti sprejemala na vsakem zasedanju posebej. Tržni udeleženci z veliko verjetnostjo pričakujejo, da bo ECB obrestno mero mejnega depozita dvignila do med 2,75% in 3,00 %. Še vedno pa obstaja negotovost glede tega, ali je inflacija dosegla vrh, kjer bodo podatki o jedrni inflaciji še posebej relevantni. Tveganje za obrestne mere je tako odprto navzgor. V okviru normalizacije denarne politike je ECB prekinila z novimi neto nakupi vrednostnih papirjev in je v fazi reinvestiranja zapadajočih glavnih obveznic v okviru pandemičnega programa PEPP. Spreminjajo se tudi pogoji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega financiranja (TLTRO III) kot prvi korak k zniževanju bilančne vsote ECB. ECB je tudi potrdila, da bo kvantitativno zaostrovanje obravnavala decembra letos. Pričakujemo lahko, da bo ECB prihodnje leto pričela tudi s prodajami vrednostnih papirjev. ECB je s ciljem preprečitve fragmentacije trga vrednostnih papirjev evrskega območja in zagotovitve učinkovite transmisije monetarne politike vzpostavila inštrument za zaščito transmissijskega mehanizma monetarne politike (Angl.: Transmission Protection Instrument).

Delniški trgi so v letu 2021 dosegali zgodovinsko visoke vrednosti, v letu 2022 pa je v spremenjenih okoliščinah prišlo do izrazite korekcije navzdol. Vrednost indeksa S&P 500, ki vključuje 500 vodilnih podjetij v ZDA, tj. 80 % tržne kapitalizacije, se je od začetka leta 2022 znižala s 4.766 na 4.006, tj. za -15 %. Nestanovitnost indeksa S&P 500 merjena z VIX indeksom se je v primerjavi z letom 2021 povečala in je v povprečju znašala 25,6 (19,7 v letu 2021). Na dolžniških kapitalskih trgih je bil v letu 2022 izkazan izrazit trend rasti zahtevane donosnosti in posledično zniževanje cen obveznic. Zahtevana donosnost dolgoročne 10-letne ameriške obveznice je v začetku leta 2022 znašala 1,49 %, pri čemer je ta ob koncu novembra 2022 znašala že 3,7 %. Nemška 10-letna državna obveznica se je z -0,12 % ob začetku leta 2022 povišala na 1,9 % ob koncu novembra 2022.

Rast gospodarske aktivnosti v Sloveniji in EU je bila v prvi polovici 2022 še razmeroma visoka, predvsem zaradi okrevanja storitvenega sektorja in potrošnje gospodinjestev po sprostitvi covidnih omejitev. Razmere v drugi polovici leta kažejo na pričakovano ohlajanje gospodarske aktivnosti, kar pa se še ni odrazilo na trgu dela. Razmere na trgu dela ostajajo izrazito ugodne, vendar UMAR v jesenski napovedi gospodarskih gibanj pričakuje, da se bo rast zaposlenosti ob umirjanju gospodarske aktivnosti upočasnila. Nadaljnje umirjanje gospodarske aktivnosti ponazarja tudi upadanje kazalnika gospodarske klime, ki je od sredine 2022 pod mejo, ki pomeni krčenje gospodarske aktivnosti. UMAR za leto 2023 Sloveniji napoveduje 1,4 % realno gospodarsko rast in

2,6 % v letu 2024. Evropska komisija v svoji jesenski napovedi ocenjuje, da bo rast BDP v letu 2022 v državah članicah EU znašala 3,3 %, v evrskem območju pa 3,2 %. Za leto 2023 je napovedana rast v višini 0,3 % tako za EU kot EA ter v letu 2024 v višini 1,6 % za EU in 1,5 % za EA.

Slovenija se je po oceni Mednarodnega denarnega sklada izkazala za izjemno odporno na posledice pandemije in vojne v Ukrajini, kar izkazuje z visoko gospodarsko rastjo in zgodovinsko nizko brezposelnostjo.

2.2. Javnofinančno izhodišče za strateško obdobje upravljanja z dolgom

Dolg sektorja država Republike Slovenije je konec leta 2019 v deležu BDP znašal 65,4 %. V letu 2020 je zaradi sprejetih spodbujevalnih fiskalnih ukrepov za omilitev posledic epidemije Covid-19 dosegel 79,6 % BDP in se nato v letu 2021 predvsem zaradi visoke nominalne rasti BDP znižal na 74,5 % BDP oziroma za 5,1 odstotne točke.

Konsolidirani dolg sektorja država je konec leta 2021 znašal 38.877 milijonov evrov, kar je za 1.454 milijonov evrov več kot leto prej, ko je znašal 37.423 milijonov evrov. Najbolj se je povečal dolg enot centralne države, ki je konec leta 2021 znašal 38.129 milijonov evrov, leto prej pa 36.758 milijonov evrov. Dolg enot lokalne države se je do konca leta 2021 povečal za 57 milijonov evrov na 949 milijonov evrov. Skladi socialne varnosti konec leta 2021 niso bili zadolženi. Dolg sektorja država je v letu 2021 predstavljal 1,7-kratnik letnih prihodkov sektorja država (23.296 milijonov evrov). Primarni saldo se je v letu 2021 znižal, znižal se je tudi strošek proračuna za obresti, kar je prikazano v Tabela 1.

Tabela 1: Izbrani ključni javno-finančni parametri z vidika priprave strategije

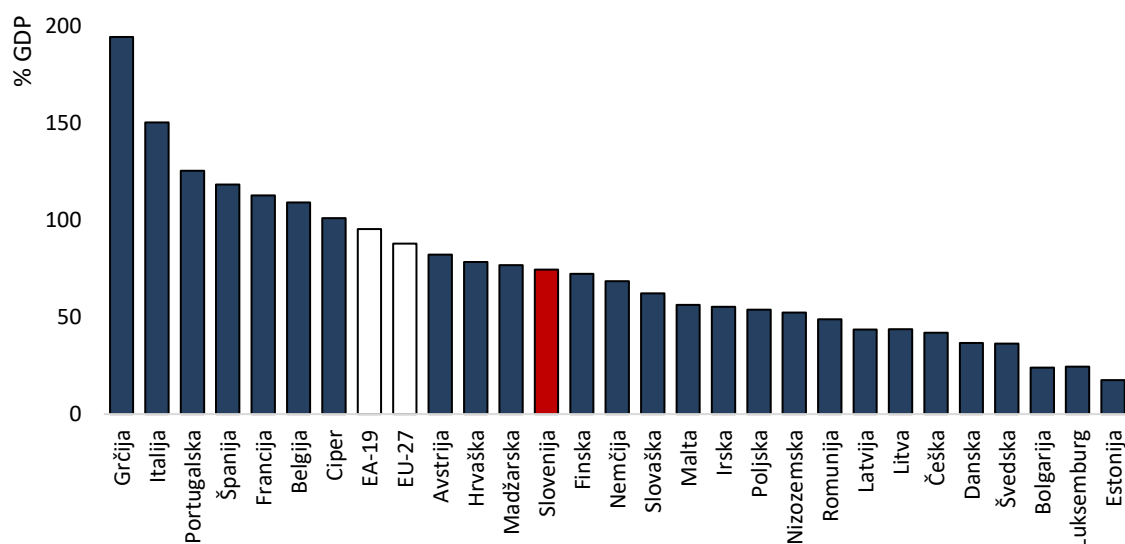
	2019	2020	2021	E2022
BDP mio EUR	48.533	47.021	52.208	57.921
Realna rast BDP %	3,5	-4,3	8,2	5,0
Saldo sektorja država v % BDP (ESA2010)	0,6	-7,7	-4,7	-3,8
Primarni saldo sektorja država v % BDP	2,3	-6,1	-3,4	-2,6
Dolg sektorja država mio EUR (ESA2010)	31.751	37.423	38.877	41.425
Dolg sektorja država v % BDP (ESA2010)	65,4	79,6	74,5	71,5
Obresti (D.41) sektorja država % BDP (ESA2010)	1,7	1,6	1,2	1,1

Vir: SURS, UMAR, Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Ministrstvo za finance je v letu 2021 prvič na evrskem dolžniškem kapitalskem trgu izdalo obveznice z negativno obrestno mero (donosnost do dospelja) 10 letne ročnosti v skupni višini 2,15 milijarde evrov. Prav tako je Ministrstvo za finance v juliju 2021 prvič izdalo evrsko trajnostno obveznico 10-letne ročnosti oziroma zagotovilo namensko trajnostno financiranje po kriterijih ESG (*Environmental, Social, and Governance* – ESG) v višini 1 milijarde evrov.

Slika 1 prikazuje zadolženost držav EU-27 ob koncu leta 2021. Glede na višino dolga sektorja država v razmerju do BDP se Republika Slovenija (74,5 % BDP) uvršča nižje od povprečja držav EU-27 (87,9 % BDP) in povprečja držav evrskega območja EA-19 (95,4 % BDP).

Slika 1: Stanje dolga sektorja država konec leta 2021 v državah članicah EU



Vir: Eurostat, 25. 11. 2022

2.2.1. Pravilo dolga iz Pakta stabilnosti in rasti

Evropska komisija je zaradi izbruha pandemije Covid-19 v letu 2020 začasno odpravila (suspendirala) omejujoča fiskalna pravila, vključno s Pravilom o dolgu, ki tako v obdobju 2020-2023 ni zavezujoč. Do takrat je veljalo, da države članice, ki so izstopile iz postopka presežnega javnofinančnega primanjkljaja, morajo izpolnjevati pravilo glede zmanjševanja presežnega dolga, tj. dolga nad 60 % BDP. Predpisana je bila potrebna hitrost zmanjševanja dolga. Pogoja "zadostna mera zmanjševanja" in "zadovoljiva hitrost" sta opredeljena v Uredbi 1467/97 in izpolnjena, če se presežni dolg, upoštevajoč tri leta, ki sledijo referenčni vrednosti, v povprečju znižuje s hitrostjo 1/20 letno, t. i. razvoj dolga s pogledom nazaj (angl. backward-looking measure). Uredba sicer natančneje določa, kako se bo presojala zadovoljiva hitrost zmanjševanja dolga v prehodnem obdobju upoštevaje korekcijo cikla (angl. Cyclically adjusted debt/GDP ratio) in razvoj dolga s pogledom naprej (angl. forward-looking measure), ko se v izračun vzamejo podatki Evropske komisije brez spremembe politik. Prehodno triletno obdobje je za Republiko Slovenijo veljalo v letih 2016-2018.

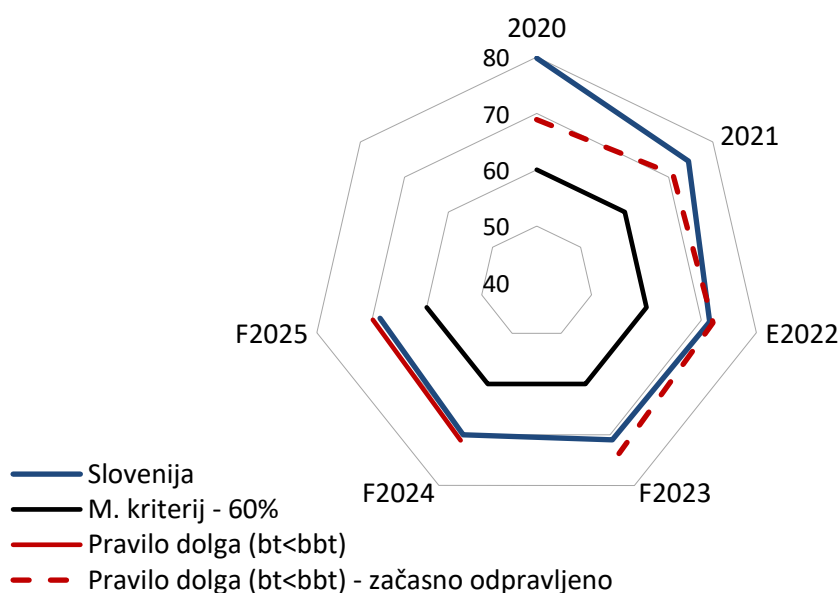
Predvsem kot odgovor na spremenjene razmere je Evropska komisija v razpravo posredovala predlog novih fiskalnih pravil, ki bi lahko začela veljati z letom 2024. Prenovljen koncept novih pravil temelji na logiki vzdržnosti dolga, to je izkazati v

projekciji sposobnost države, da ob pojavu makroekonomskih in javnofinančnih šokov izkaže sposobnost tekočega servisiranja obveznosti, ki izvirajo iz njene pretekle in prihodnje javnofinančne politike, ter prepričljivo izkazati sposobnost države kontinuiranega večletnega zniževanja dolga v razmerju do BDP. Ukinja se pravilo o potrebnih hitrosti zniževanja dolga in se vpeljuje hitrost, ki je prilagojena vsaki državi članici posebej. To zagotavlja večjo fleksibilnost, a se hkrati krepi nadzor. Cilj je, da visoko in srednje zadolžene države članice, v okviru predlaganega novega svežnja pravil pripravijo načrt zniževanja dolga. Pričakuje se, da bo z lastnim načrtom vsaka država članica lažje zagotavljala zavezanost k njegovemu izpolnjevanju.

Na podlagi zadnje revizije letne ocene BDP in konsolidiranega dolga sektorja država s strani SURS je ta konec leta 2021 znašal 74,5 % BDP. Za leto 2022 Ministrstvo za finance dolg sektorja država ocenjuje v višini 71,5 % BDP. Načrtuje tudi, da se bo do konca leta 2025 dolg sektorja država v razmerju do BDP znižal na 68,5 % BDP.

Slika 2 prikazuje, da se je postpandemični proces zniževanja dolga sektorja država Slovenije v razmerju do BDP pričel z letom 2021. Ocenjuje se, da se bo ta nadaljeval predvsem preko nominalne rasti BDP in postopnega zniževanja likvidnostnih rezerv državnega proračuna. Razvoj konsolidiranega dolga sektorja država Slovenije je že od leta 2020 skladen s Pravilom o dolgu iz Pakta stabilnosti in rasti.

Slika 2: Konsolidiran dolg sektorja država v obdobju 2020 - F2025 v % BDP



Vir: Ministrstvo za finance, 24. 11. 2022

Na uspešnost doseganja strateških ciljev upravljanja z dolgom in njegovega zmanjševanja bodo primarno vplivali sprejeti proračuni za strateško obdobje in izgledi za gospodarsko rast v srednjeročnem obdobju. Spoštovanje fiskalnega pravila in zavezanost strukturnim reformam so primarnega pomena, saj neposredno vplivajo na

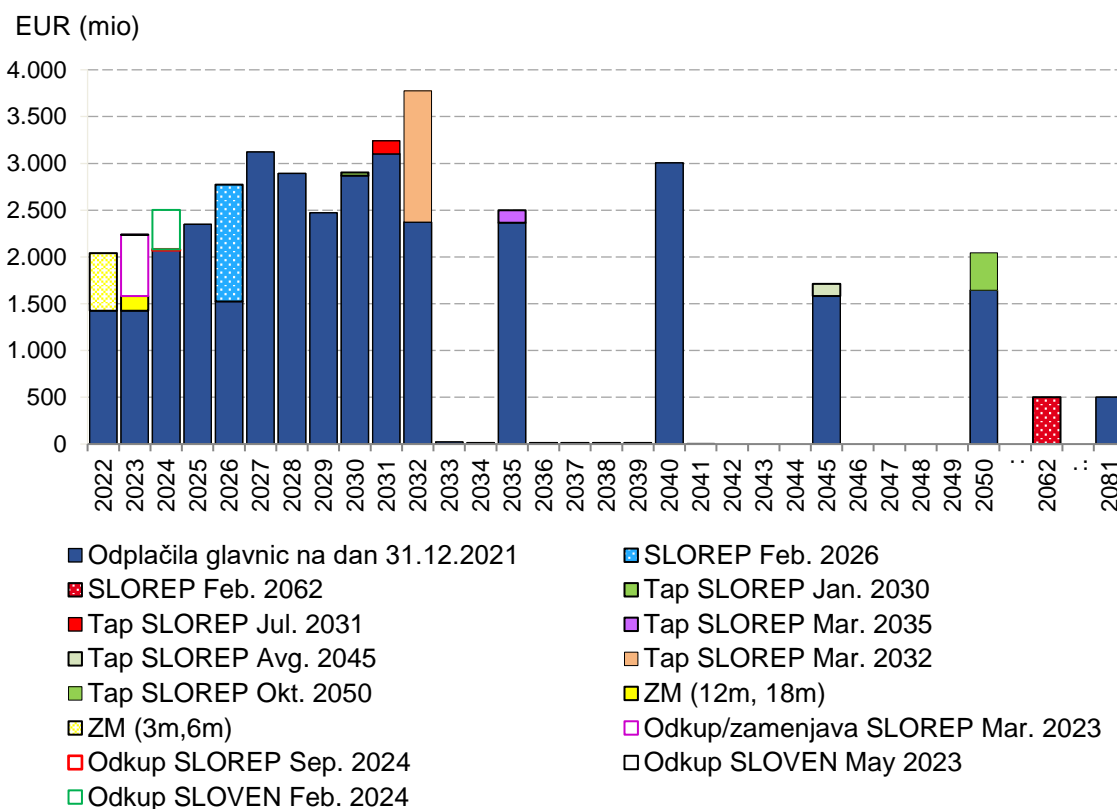
kreditno (bonitetno) oceno države ter njen strošek zadolževanja in s tem vzdržnost dolga.

2.3. Razvoj in ocena dolga sektorja država v letu 2022

Ministrstvo za finance je v letu 2022 zagotovilo dolgoročno financiranje državnega proračuna na evrskih dolžniških kapitalskih trgih z izdajo novih obveznic, z dodatnimi izdajami obstoječih obveznic in z izdajo osemnajstmesečnih zakladnih menic v skupni višini 4.625 milijonov EUR ter kratkoročno financiranje državnega proračuna z zakladnimi menicami v višini 193 milijonov EUR. Povprečna tehtana obrestna mera izdanega dolgoročnega dolga v evrih v letu 2022 znaša 1,41 % in tehtana povprečna ročnost izdanega dolga 13,9 leta.

Ministrstvo za finance je bilo v letu 2022 izrazito proaktivno pri upravljanju z dolgom državnega proračuna. Izvršenih je bilo šest transakcij upravljanja z dolgom, med njimi osma po vrsti medvalutna USD-EUR. Izvršeno financiranje in upravljanje z dolgom nazorno prikazuje Slika 3.

Slika 3: Izvršeno zadolževanje in upravljanje z dolgom državnega proračuna v letu 2022 skozi optiko odplačil glavnice dolga



Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Postpandemični proces zniževanja dolga sektorja država v razmerju do BDP se je pričel z letom 2021 (Tabela 2). Ocenjuje se, da se bo nadaljeval predvsem preko nominalne rasti BDP in postopnega zniževanja likvidnostnih rezerv državnega proračuna. Za leto 2022 Ministrstvo za finance dolg sektorja država ocenjuje v višini 71,5 % BDP.

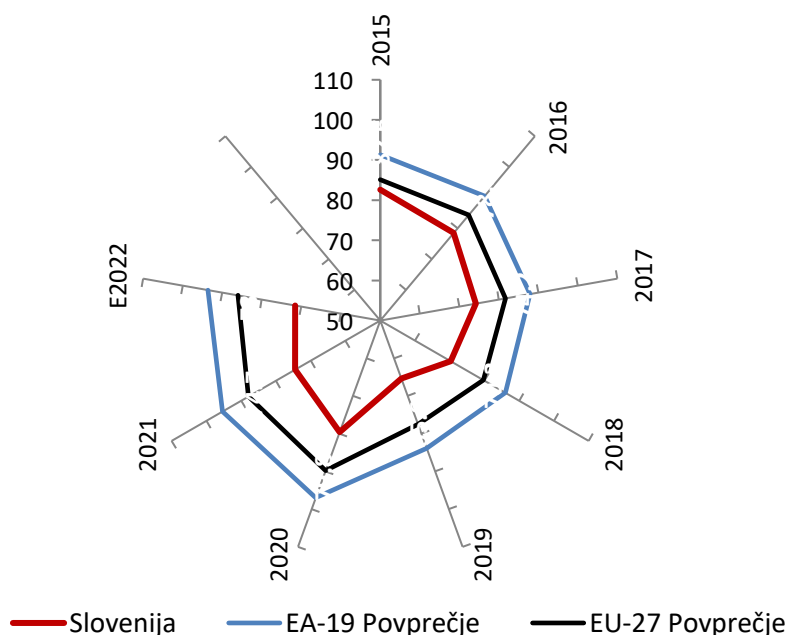
Tabela 2: Stanje in ocena dolga sektorja država za leto 2022

	2019	2020	2021	E2022
Dolg sektorja država v mio EUR (ESA2010)	31.751	37.423	38.877	41.425
BDP v mio EUR (tekoče cene)	48.533	47.021	52.208	57.921
Dolg sektorja država v % BDP	65,4	79,6	74,5	71,5
Pravilo o dolgu v % BDP	72,8	Suspendirano	Suspendirano	Suspendirano
Obresti (D.41) sektorja država v % BDP (ESA2010)	1,7	1,6	1,2	1,1

Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Hitrost zniževanja dolga sektorja država v razmerju do BDP je v Sloveniji višja v primerjavi s povprečjem EU in EA. Za leto 2022, kot izhaja iz podatkov v AMECO podatkovni bazi Evropske komisije za EA-19 in EU-27, je ta razlika ocenjena v višini - 22,1 o.t. BDP pod povprečjem EA-19 in -14,5 o.t. BDP pod povprečjem EU-27 (Slika 4).

Slika 4: Konsolidiran dolg sektorja država v obdobju 2015 - E2022 v primerjavi z EA in EU v % BDP



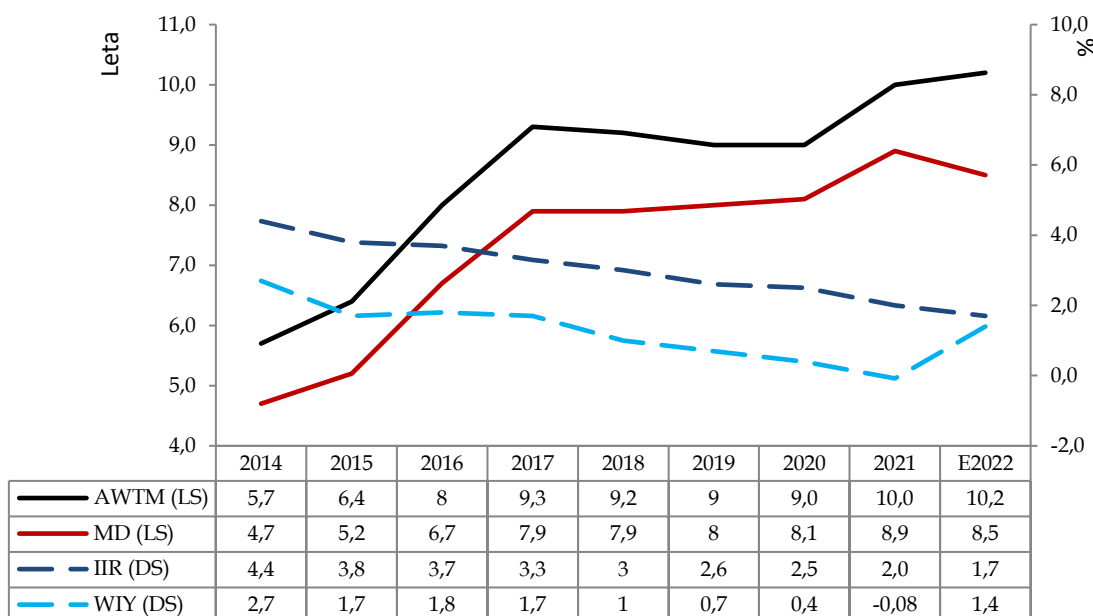
Vir: Eurostat, EK AMECO podatkovna baza, Ministrstvo za finance, 25.11.2022

2.4. Karakteristike dolga državnega proračuna

Dolg državnega proračuna Republike Slovenije skladno s pravili ESA2010 predstavlja največji delež konsolidiranega dolga sektorja država; 94 % v letu 2021. V nadaljevanju sledi opis bistvenih značilnosti tega segmenta v strukturi dolga.

Na podlagi izvršenega financiranja in vseh izvedenih transakcij upravljanja z dolgom državnega proračuna do konca leta 2022 se je povprečna preostala ročnost do zapadlosti dolga državnega proračuna podaljšala s 5,7 leta v letu 2013 na 10,2 leta v letu 2022. Povprečni čas vezave dolga državnega proračuna se je s 4,5 leta v letu 2013 povečalo na 8,5 leta v letu 2022. Hkrati se je povprečna obrestna mera celotnega dolga državnega proračuna znižala s 4,3 % v letu 2013 na 1,7 % v letu 2022. Povprečna tehtana obrestna mera izdanega dolgoročnega dolga se je v enakem obdobju vseskozi zniževala ter v letu 2021 dosegla -0,08 %. S pričetkom obdobja rastočih obrestnih mer se je v letu 2022 zvišala na 1,4 %. Dosežena metrika tveganja nakazuje sledenje strateškemu cilju upravljanja z dolgom, in sicer znižanju tveganja refinanciranja, tj. podaljšanje povprečnega časa vezave ob hkratnem znižanju povprečne obrestne mere (Slika 5).

Slika 5: Povprečni preostali čas do zapadlosti (AWTM), trajanje (MD), tehtana izdana obrestna mera (WIY) in implicitna obrestna mera portfelja dolga (IIR) po letih

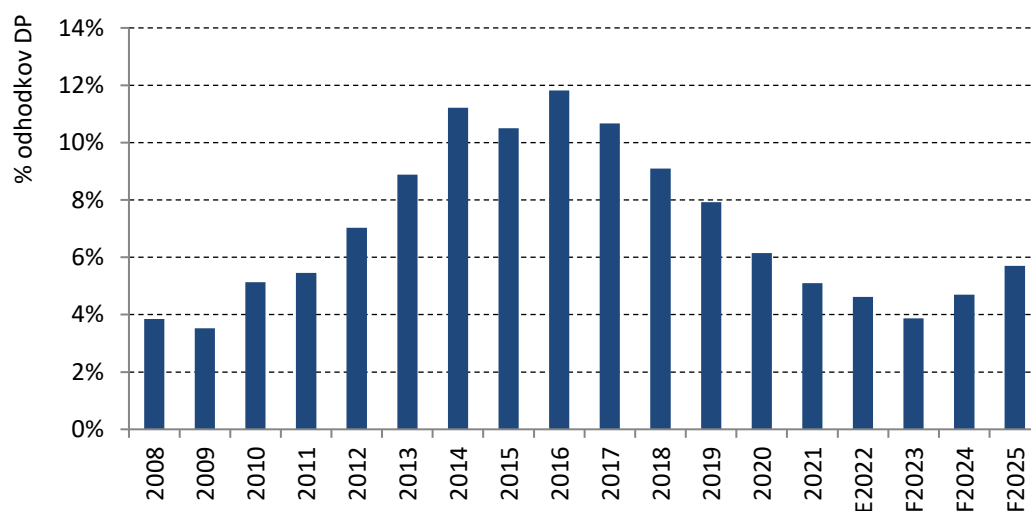


Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Obrestni izdatki za servisiranje dolga državnega proračuna so v letu 2021 znašali 727 milijonov evrov (1,4 % BDP), kar je za 356 milijonov evrov manj v primerjavi z letom 2014, ko so ti znašali 1,083 milijarde evrov (2,9 % BDP). Pomemben del tega znižanja obrestnih izdatkov predstavlja upravljanje z dolgom državnega proračuna.

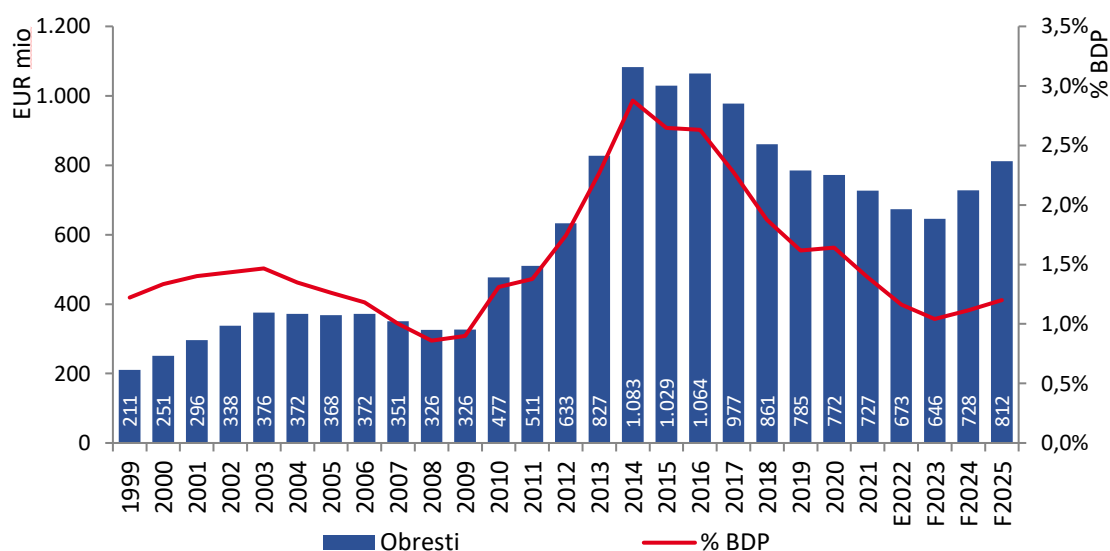
Drugi, prav tako pomemben učinek na obrestne izdatke državnega proračuna predstavlja ugodno zadolževanje za refinanciranja zapadlega dolga in izvrševanje državnega proračuna na evrskih dolžniških kapitalnih trgih. Obrestni izdatki za servisiranje dolga državnega proračuna so v letu 2022 ocenjeni v višini 673 milijonov evrov (1,2 % BDP). Dinamika izdatkov za obresti državnega proračuna, izraženih v deležu odhodkov državnega proračuna, je prikazana na **Napaka! Vira sklicevanja ni bilo mogoče najti.** Nominalne izdatke državnega proračuna za obresti v EUR in v odstotku BDP prikazuje Slika 7.

Slika 6: Delež obresti v odhodkih državnega proračuna



Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Slika 7: Obrestni izdatki državnega proračuna nominalno in izraženo v % BDP

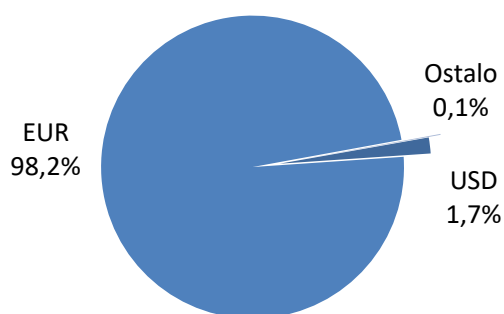


Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Z vidika valutne strukture se je delež dolga državnega proračuna, denominiranega v USD (vse obveznosti se sicer plačujejo v evrih), s 25 % v letu 2015 znižal na 2 % v letu 2022. To omogoča Republiki Sloveniji vzdrževanje optimalnejše valutne strukture dolga

z vidika razmer na lokalnem evrskem dolžniškem kapitalskem trgu in tudi povečuje zmogljivost Republike Slovenije, da ob morebitnih zaostrenih razmerah financiranje za izvrševanje proračuna izvede na večjem globalnem trgu. Valutno strukturo dolga državnega proračuna v letu 2022 prikazuje Slika 8.

Slika 8: Dolg državnega proračuna z vidika valutne strukture v letu 2022



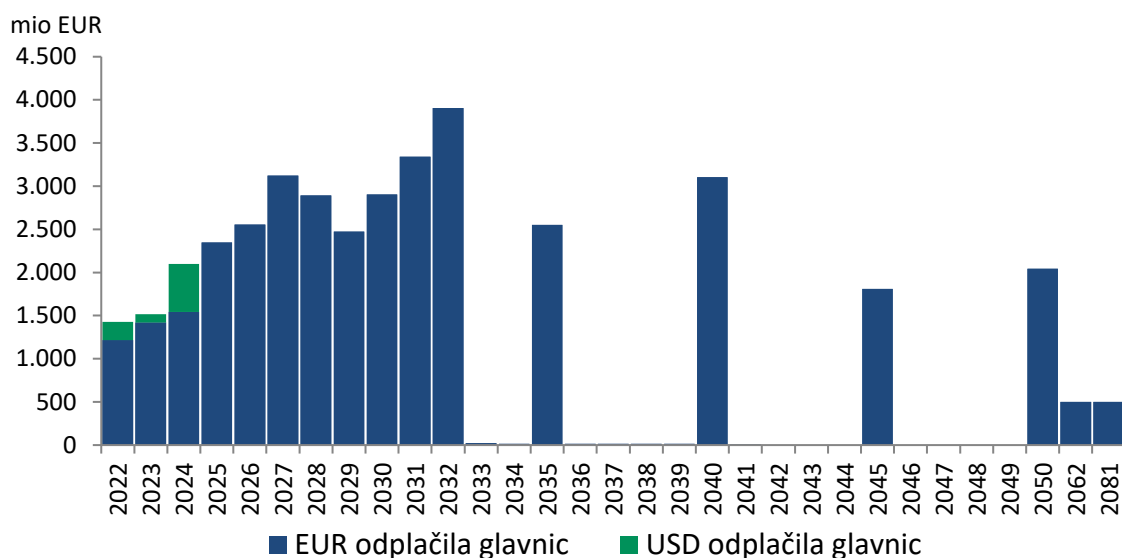
Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

V prerezu strukture obrestnih mer prevladuje visok delež (99,3 %) dolga s fiksno obrestno mero.

Osrednje tveganje pri upravljanju z dolgom je upravljanje tveganja refinanciranja. Iz Slika 9, ki najbolj celovito predstavi izpostavljenost tveganju refinanciranja, je razvidno, da je zapadlost glavnice obvladljivo razporejena po letih. Tehtana povprečna preostala ročnost portfelja dolga znaša v letu 2022 10,2 leta. Komplementarna mera tveganja pokaže, da 4 % dolga zapade v prihodnjem letu 2023, 10 % v dveh letih (2023-2024) in 31 % v letih 2023-2027.

V letu 2023 v odplačilo zapade 1,5 milijarde evrov glavnice dolga državnega proračuna, kar je primerjalno najnižja vrednost v naslednjem 10-letnem obdobju. V določenih letih je zapadlost glavnice relativno večja, a se z aktivnim upravljanjem oziroma predčasnim refinanciranjem te izpostavljenosti znižuje. To dokazujejo predčasna refinanciranja dela dolarskih in evrskih obveznic v letu 2022 (USD 5/2023, USD 2/2024, RS66, RS83, RS89), ki zapadejo v letih 2023, 2024 in 2026. Profil zapadlosti dolga po letih je prikazan na Slika 9.

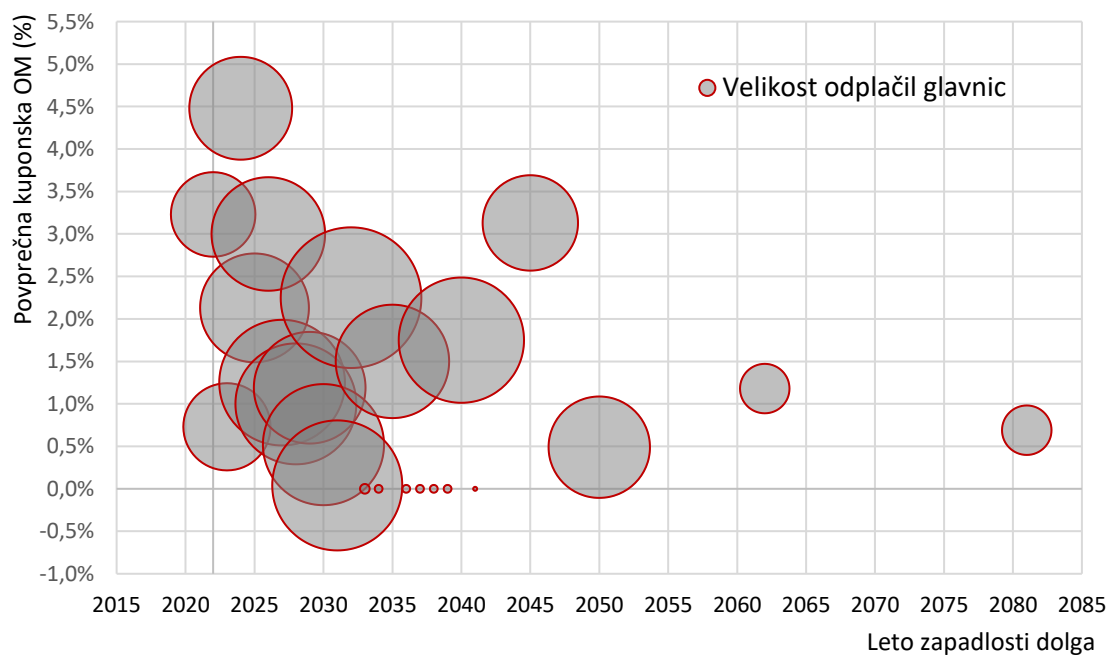
Slika 9: Odplačila glavnice dolga državnega proračuna po letih



Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Slika 10 prikazuje obseg odplačil glavnice dolga državnega proračuna in hkrati tehtano povprečno kuponsko obrestno mero. Povečana odplačila dolga se pričenejo z letom 2026, pri čemer je tehtana kuponska obrestna mera dolga najvišja v letu 2024 (4,5 %).

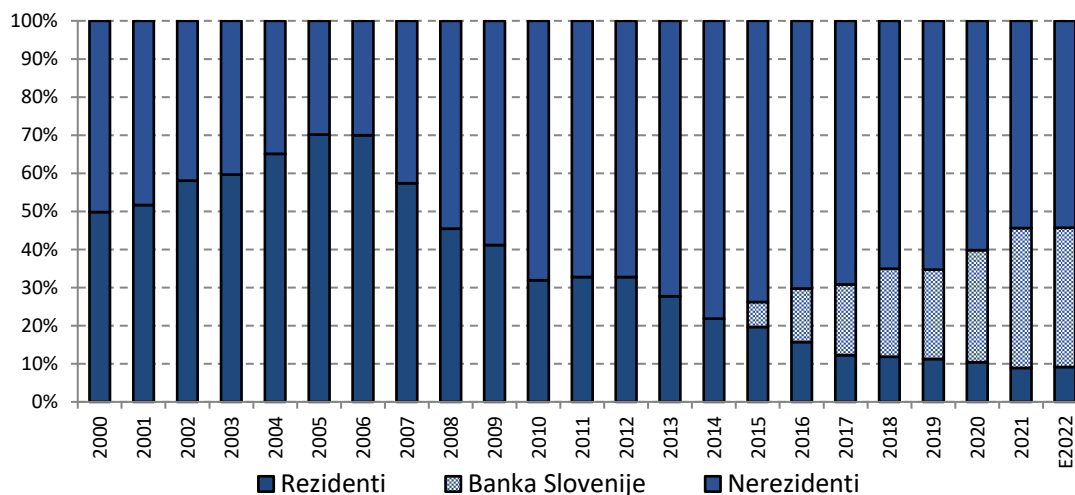
Slika 10: Odplačila glavnice dolga državnega proračuna in njihova povprečna kuponska obrestna mera po letih



Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

Razmerje med rezidenti in nerezidenti je, upoštevaje imetniško strukturo dolga državnega proračuna na sekundarnem trgu, 54 % v korist nerezidentov, v kolikor upoštevamo nakupe vrednostnih papirjev s strani Banke Slovenije kot posledico ukrepov monetarne politike ECB, kar prikazuje Slika 11. Razmerje med rezidenti in nerezidenti za dolg sektorja država je prav tako 54 % v korist nerezidentov (Slika 11).

Slika 11: Struktura dolga državnega proračuna Republike Slovenije v obdobju 2000–2022 glede na rezidentstvo investitorjev



Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

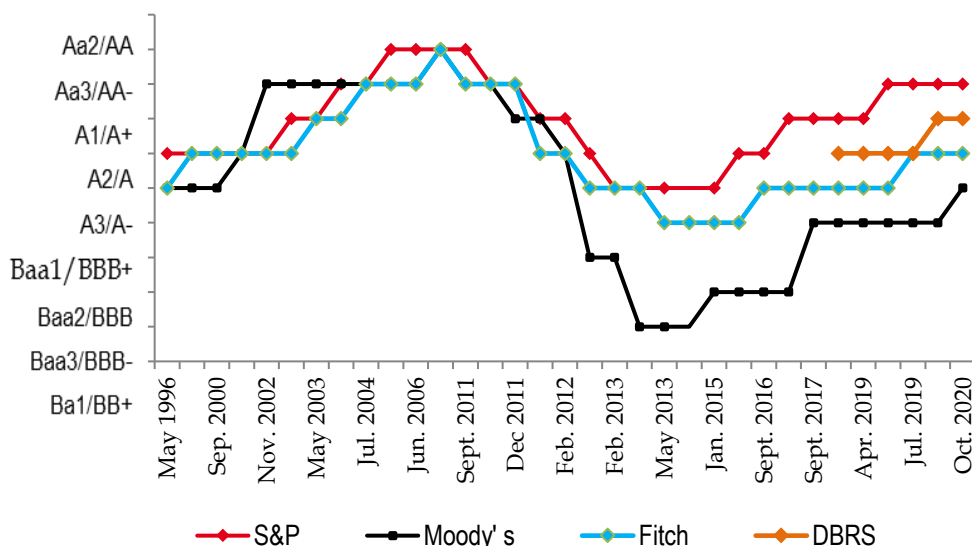
2.5. Razvoj bonitetne ocene Republike Slovenije

Republiko Slovenijo ocenjujejo tri najpomembnejše bonitetne agencije, in sicer Standard & Poor's, Moody's in Fitch Ratings. Na Sliki 12 je prikazano, kako so tri najpomembnejše bonitetne agencije Republiko Slovenijo ocenjevale od leta 1996. Od druge polovice leta 2011 in v letu 2013 so vse tri agencije večkrat znižale bonitetno oceno Republike Slovenije. Kot razlog za to so navajale težave v bančnem sektorju, slabe gospodarske razmere in politično nestabilnost. Od leta 2014 Slovenija beleži pozitiven trend rasti bonitetnih ocen. Kot glavni razlog agencije navajajo izboljšane makroekonomske kazalnike (nizka nezaposlenost, višja gospodarska rast v primerjavi z EU in evrskim območjem), dobičkonosen in kapitalsko robusten bančni sistem, sposobnost zniževanja dolga v razmerju do BDP ob ugodnem stanju likvidnostnih sredstev enotnega zakladniškega računa države. Izkazana je tudi odpornost Slovenije na ekonomske vplive pandemije bolezni Covid-19 in vojne v Ukrajini, saj navkljub temu Slovenija beleži visoko gospodarsko rast in rekordno nizko brezposelnost.

Stabilni izgled za razvoj bonitetne ocene pri posamičnih kreditnih ocenah bonitetnih agencij označuje, da agencije kot najbolj verjetno ocenjujejo, da bodo v srednjeročnem obdobju ocene kreditnega tveganja države ostale nespremenjene.

Dosežena bonitetna ocena ima pomemben vpliv na strošek zadolževanja in s tem vzdržnost dolga, zato je ohranjanje in prizadevanje za izboljšanje bonitetne ocene ena ključnih strateških usmeritev. Pregled razvoja bonitetne ocene Republike Slovenije skozi čas prikazuje Slika 12, trenutno stanje pa je povzeto v Tabela 3.

Slika 12: Pregled bonitetne ocene Republike Slovenije skozi čas



Vir: S&P, Moody's, Fitch, 25. 11. 2022

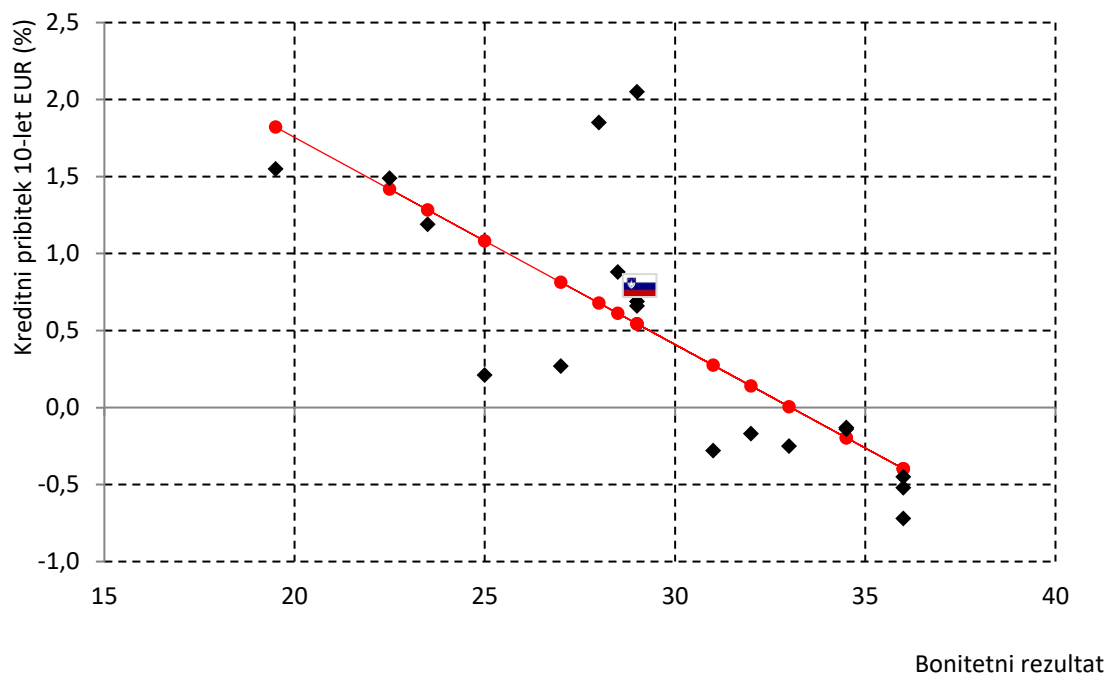
Tabela 3: Bonitetne ocene Republike Slovenije

Agencija	Bonitetna ocena	Obeti
S&P	AA-	stabilni
Fitch	A	stabilni
Moody's	A3	stabilni
DBRS	AH	stabilni

Vir: S&P, Moody's, Fitch, DBRS, 22. 11. 2022

Regresijska analiza na vzorcu 18 držav evrskega območja, ki je prikazana na Sliki 13, pokaže, da bonitetna ocena pomembno vpliva na višino kreditnega pribitka. Višja bonitetna ocena znižuje kreditni pribitek in obratno. To je še toliko bolj pomembno, ko višina kreditnega pribitka v strukturi obrestne mere predstavlja pomemben delež.

Slika 13: Vpliv bonitetne ocene na višino evrskega 10-letnega kreditnega pribitka držav evrskega območja



Vir: Bloomberg, Ministrstvo za finance lastni izračuni, 25. 11. 2022

*Zaradi nerazpoložljivosti podatkov o kreditnem pribitku za Estonijo ta ni vključena v analizo.

3. CILJNE VREDNOSTI RELEVANTNIH JAVNOFINANČNIH PARAMETROV

Izboljšana metrika tveganj portfelja in obseg likvidnih rezerv državnega proračuna, zagotavlja Sloveniji optimalnejši položaj z vidika fleksibilnosti pri načrtovanju vstopanja na dolžniške kapitalske trge, še posebno v negotovem okolju geopolitičnih zaostrovanj, povečane nestanovitnosti in rastočih obrestnih mer. Ustvarjene likvidnostne rezerve državnemu proračunu hkrati zagotavljajo absorpcijsko sposobnost mitigiranja nepredvidenih šokov z vidika upravljanja trajektorije razvoja dolga sektorja država, kar je relevantno z vidika vzdrževanja ugodnih bonitetnih ocen.

Srednjeročna strateška usmeritev in prizadevanje ostajata, da se zaradi zahtevnih ekonomskih in fiskalnih okoliščin ohranijo dosežene bonitetne ocene Republike Slovenije S&P: AA-/ Fitch: A/Moody's: A3. Dolgoročni cilj ostaja, da se kazalci javnih financ izboljšajo do te mere, da bi se Republika Slovenija uspela ustaliti v skupini držav z visoko bonitetno oceno pri vseh treh bonitetnih agencijah. Pri S&P je RS v maju 2006 že dosegla 'AA', julija 2006 pri Fitch 'AA' in julija 2006 pri Moody's 'Aa2'.

Kot prikazuje Tabela 4, se proces zniževanja dolga sektorja država v razmerju do BDP nadaljuje v proračunskem obdobju od leta 2022 naprej predvsem preko nominalne rasti BDP in postopnega zniževanja ustvarjenih likvidnostnih rezerv državnega proračuna.

Tabela 4: Strateški ciljni parametri razvoja dolga sektorja država v srednjeročnem obdobju

	2021	E2022	F2023	F2024	F2025
% BDP					
Saldo sektorja država	-4,7	-3,8	-5,0	-2,2	-1,6*
Primarni saldo sektorja država	-3,4	-2,6	-4,0	-1,2	-0,4*
Obresti D.41 sektorja država (ESA2010)	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2*
Dolg sektorja država	74,5	71,5	71,0	70,0	68,5
mio EUR					
Dolg sektorja država	38.877	41.425	43.980	45.730	46.849
BDP (tekoče cene)	52.208	57.921	61.951	65.311	68.388

Vir: Ministrstvo za finance, Program stabilnosti 2022-2025 (za leto 2025), UMAR, 23. 11. 2022

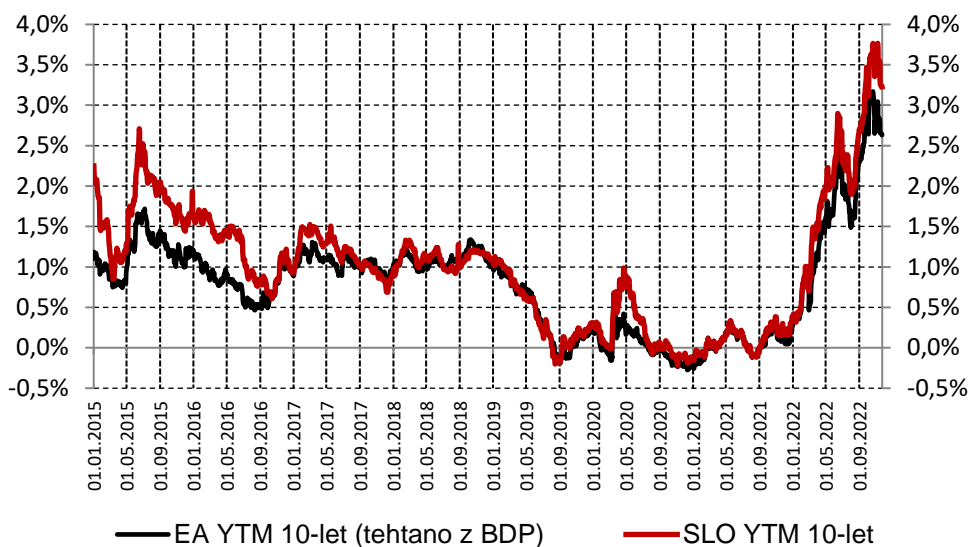
* Zadnji razpoložljivi podatki, vir: Program stabilnosti 2022 (brez sprememb politik); dostopno na: [Program-stabilnosti-2022.pdf \(gov.si\)](#)

3.1.1. Vzdržnost dolga sektorja država

Vzdržnost oziroma obvladljiva dinamika dolga sektorja država je osrednjega pomena za investitorje v vrednostne papirje Republike Slovenije. Višina obrestne mere je odvisna od verjetnosti poplačila oziroma pribitka za kreditno tveganje. Slovenija se je z izboljšano bonitetno oceno približala močnejšemu delu držav evrske skupine, v kolikor

primerjamo zahtevano donosnost Slovenije s povprečno tehtano zahtevano donosnostjo držav evrskega območja (utež predstavlja BDP posameznih držav v skupnem BDP držav evrskega območja). Ob tem je razvidno, da se ob eksogenih šokih, kot je bil izbruh pandemije bolezni Covid-19 v letu 2020 in zaostritvi geopolitičnih razmer ter energetske druginjzaradi vojne v Ukrajini v letu 2022, Slovenija nekoliko oddalji od jedrnih držav evrskega območja, tj. največjih po ustvarjenem BDP.

Slika 14: Zahtevana donosnost do dospelja 10-letnih evrskih obveznic Slovenije v primerjavi s povprečjem evrskega območja

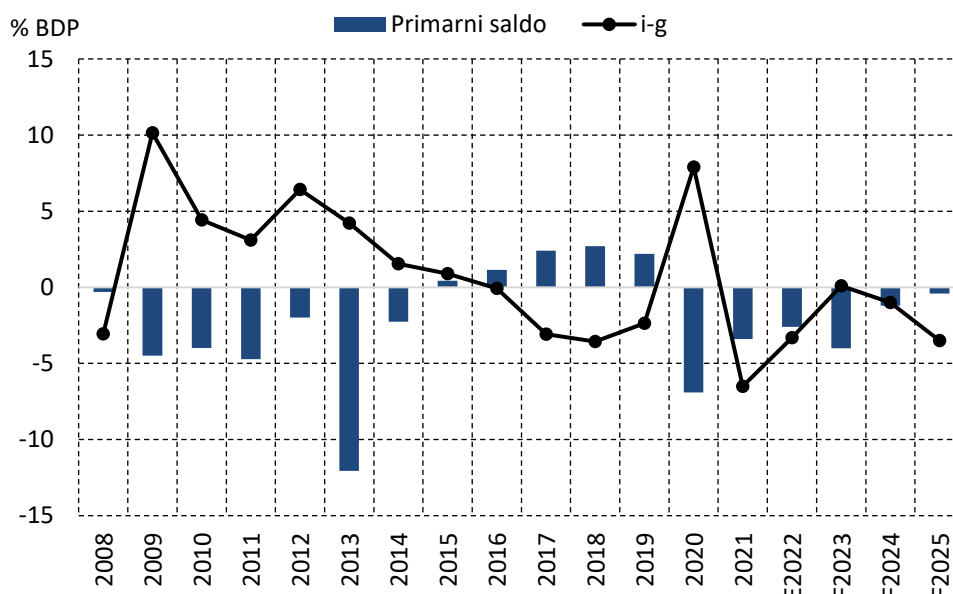


Vir: Bloomberg, Ministrstvo za finance lastni izračuni, 24. 11. 2022

Slika 15 prikazuje odnos med dvema ključnima parametroma presoje vzdržnosti dolga sektorja država. Razlika med parametroma 'i-g' predstavlja razliko med povprečno nominalno obrestno mero dolga sektorja država (i-implicitna obrestna mera) in nominalno rastjo BDP (g). Ta v letu 2023 zaradi pričakovanih zaostrenih ekonomskih razmer in s tem nižje rasti BDP postane pozitivna vrednost. Ocena primarnega salda za strateško obdobje 2023 - 2025 je negativna.

Navkljub pozitivni vrednosti (i-g) se dolg sicer lahko ustali, v kolikor je primarni saldo dovolj pozitiven. V tem primeru izziv predstavlja višina nominalnega dolga, saj višji kot je ta glede na 'i-g', višji pozitivni primarni saldo je potreben za ustalitev dolga. V kolikor je primarni saldo negativen, potem je potrebna negativna razlika med 'i-g', tj. nominalna rast BDP, ki je ustrezno višja od nominalne implicitne obrestne mere. Z vidika zagotavljanja vzdržnosti dolga v strateškem obdobju, v povezavi s hkratnim upravljanjem tveganja refinanciranja, ustreznega obsega likvidnostnih rezerv državnega proračuna in ob značilnostih (naklona) evrske krivulje donosnosti Republike Slovenije se kot dodatna možnost kaže osredotočenost na izdajo evrskega dolga ustrezne srednje ali krajše ročnosti. Prav tako je samo višino dolga mogoče regulirati preko ustreznega zniževanja denarnih rezerv proračuna in privatizacijskih prilivov, ki se v določenem deležu namenijo za zniževanje dolga (t. i. *angl. Stock-flow adjustments*).

Slika 15: Parametri vzdržnosti dolga sektorja država



Vir: Ministrstvo za finance, 24. 11. 2022

3.1.2. Analiza občutljivosti dolga

Z analizo občutljivosti dolga za strateško obdobje 2023-2025 ugotavljamo odzivnost spremembe višine dolga v razmerju do BDP, v kolikor bi prišlo do nižje nominalne rasti BDP, do dodatnega povečanja obrestnih mer zadolževanja, povečanja primarnega primanjkljaja ali vsega navedenega skupaj. Analiza občutljivosti je izvedena ob naslednjih predpostavkah:

- financiranje novega zadolževanja in refinanciranja obstoječega dolga se izvede z referenčno 10-letno evrsko obveznico, ki v prevladujočih monetarnih razmerah predstavlja učinkovito razmerje med ročnostjo in zahtevano donosnostjo;
- referenčna obrestna mera se v strateškem obdobju 2023-2025 postopoma poveča za skupaj 240 b.t.;
- v vsakem strateškem letu za 1,5 o.t. BDP slabše realiziran primarni saldo od načrtovanega in
- v vsakem strateškem letu za 3,0 o.t. nižja nominalna rast BDP v primerjavi z napovedjo UMAR v septembru 2022.

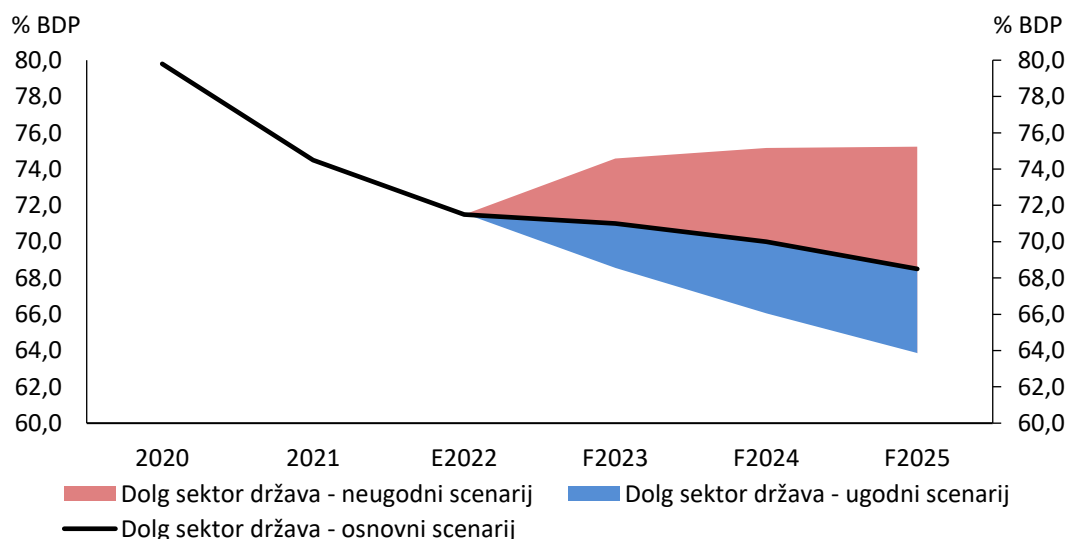
V analizi občutljivosti je v okviru neugodnega scenarija izračunana sprememba dolga v deležu BDP ob predpostavljeni nižji nominalni rasti BDP, povečanju obrestne mere in povečanju primarnega primanjkljaja. Izračuna se ločen in skupen učinek vseh predpostavljenih dejavnikov hkrati. Slika 16 prikazuje meje skupnega učinka vseh dejavnikov hkrati, tako v neugodnem kot ugodnem scenariju. Zadolževanje v

posameznem proračunskem letu učinkuje na obrestne izdatke v letih, ki sledijo. Program financiranja državnega proračuna za leto 2022 je v času priprave strategije izvršen, zato analiza občutljivosti spremembe obrestne mere v preostanku leta 2022 nima več učinka. Delež dolga državnega proračuna s fiksno obrestno mero znaša 99,3 %.

Stanje dolga je po osnovnem scenariju načrtovano v višini 68,5 % BDP konec strateškega obdobja v letu 2025. V kolikor bi prišlo do predpostavljenega vsakoletnega znižanja nominalne rasti BDP, postopnega povečanja referenčne obrestne mere in vsakoletnega povečanja primarnega primanjkljaja bi stanje dolga konec leta 2025 znašalo 75,2 % BDP.

V okviru ugodnega scenarija upoštevamo vsakoletno višjo nominalno rast BDP za 1 o.t., za 1,0 o.t. BDP boljši primarni saldo od načrtovanega in vsakoletno dodatno zmanjšanje stanja sredstev na računu državnega proračuna v višini 0,5 milijarde evrov. Ob realizaciji ugodnega scenarija se dolg države do konca strateškega obdobja 2025 zniža na 63,8 % BDP.

Slika 16: Občutljivost razvoja dolga sektorja država (% BDP)



Vir: Ministrstvo za finance, 24.11.2022

4. TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV

4.1. Položaj Republike Slovenije na kapitalskih trgih

Za Republiko Slovenijo je bila ključna prelomnica vstop v evrsko območje 1. 1. 2007, ko se je vključila v skupni evropski finančni trg, katerega pomemben del predstavlja trg državnih vrednostnih papirjev. Z vstopom v evrsko območje so bile za nadaljnjo integracijo trga državnih vrednostnih papirjev in s tem tudi celotnega finančnega sistema v skupni, bolj razvit in učinkovit evropski finančni trg, potrebne spremembe, ki so zagotovile strukturo trga slovenskih državnih vrednostnih papirjev, primerljivo z drugimi državami članicami evrskega območja. Harmonizacija s skupnim evropskim trgom državnih vrednostnih papirjev je potekala na področju strukture in konvencij referenčnih državnih vrednostnih papirjev, metode izdaje, organizacije primarnega trga, organizacije sekundarnega trga in poravnave transakcij z državnimi vrednostnimi papirji.

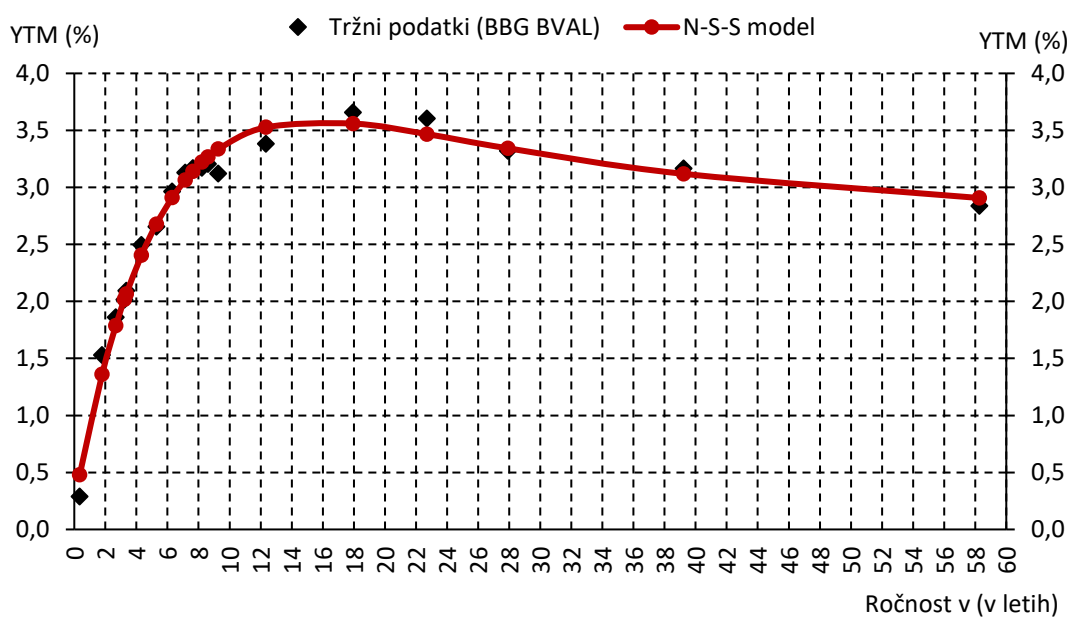
Ob vstopu v evrsko območje je morala Republika Slovenija na področju zadolževanja državnega proračuna ter organizacije primarnega in sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev zagotoviti institucionalno infrastrukturo, ki je državi in ostalim subjektom gospodarstva omogočila čim hitrejšo integracijo v stroškovno in operativno učinkovit skupni evropski finančni trg. S ciljem doseganja donosov državnih vrednostnih papirjev, ki so primerljivi z oceno kreditnega tveganja Republike Slovenije, je bilo potrebno razširiti investicijsko zaledje (institucionalno in geografsko) na čim širši evropski prostor z organizacijo in strukturo primarnega trga državnih vrednostnih papirjev, primerljivo z drugimi državami članicami evrskega območja, zagotoviti učinkovito in transparentno oblikovanje realne tržne cene državnih vrednostnih papirjev v evropskem prostoru z vzpostavitvijo ustrezne standardne platforme za trgovanje z referenčnimi državnimi vrednostnimi papirji in zagotoviti ustrezen sistem poravnave, ki je hkrati pogoj za povečanje likvidnosti dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev.

V teh okoliščinah se je spremenila struktura primarnih vpisnikov državnih vrednostnih papirjev tako, da so se v skupino primarnih vpisnikov poleg domačih vključile tudi tuje finančne institucije. Primarni vpisniki so bili zavezani tudi k uradnemu vzdrževanju trga državnih obveznic na sekundarnem trgu. Metoda izdaje državnih vrednostnih papirjev se je iz pretežno avkcijskega načina spremenila na pretežno sindiciran način izdaje državnih vrednostnih papirjev, s ciljem širitve in razpršitve investicijskega zaledja na celotni evropski prostor. V organizacijskem okviru pan-evropske elektronske trgovalne platforme MTS je bila ustanovljena MTS Slovenija. Prednostna izbira Republike Slovenije za vpis in uvrstitev v borzno kotacijo je še vedno uporaba domače infrastrukture, ob zagotovitvi povezave slovenske klirinško-depotne družbe z vsaj eno od globalnih klirinško-depotnih družb Clearstream ali Euroclear (ICSD).

Obdobje kvantitativnega sproščanja ECB in krepitve ocen kreditnega tveganja Republike Slovenije je od leta 2015 dalje omogočalo izrazito izboljšanje pogojev zadolževanja (zniževanje zahtevane donosnosti izdanega dolga, zvišanje povprečne ročnosti dolžniškega portfelja). V tem obdobju je Republika Slovenija tudi nadaljevala z gradnjo krivulje donosnosti državnih vrednostnih papirjev na skupnem evropskem trgu in izdajala referenčne obveznice, denominirane v evrih, pri čemer so ukrepi kvantitativnega sproščanja ECB omogočali zadolževanje z obveznicami daljših ročnosti. V letu 2015 sta bili prvič izdana 20-letna in 30-letna obveznica, v obdobju do vključno začetka leta 2020 pa so sledile izdaje obveznic z ročnostjo najmanj 10 let. To obdobje je zaznamovalo tudi sledenje strateškemu cilju povečevanja likvidnosti obveznic, z dodatnimi izdajami obstoječih obveznic in postopnim poviševanjem njihove nominalne vrednosti.

V oktobru 2020 je bila izdana nova 30-letna evrska obveznica RS 85, v februarju 2021 nova 60-letna evrska obveznica RS 87 ter v januarju 2022 nova 40-letna evrska obveznica RS 90, ki so strateško pomembno podaljšale krivuljo donosnosti RS. Spodnja slika tako prikazuje tržno krivuljo donosnosti vrednostnih papirjev RS in vizualizacijo matematičnega funkcijskega zapisa po modelu Nelson-Siegel-Svensson na razponu obstoječe preostale ročnosti od 0 do 60 let. Iz podatkov sekundarnega trga je razvidno, da zahtevane donosnosti do 18-letne preostale ročnosti naraščajo, nato pa začnejo padati. Na dan 23. 11. 2022 zahtevana donosnost slovenske evrske 18-letne obveznice znaša 3,657 %, zahtevana donosnost slovenske evrske 60-letne obveznice pa 2,837 %.

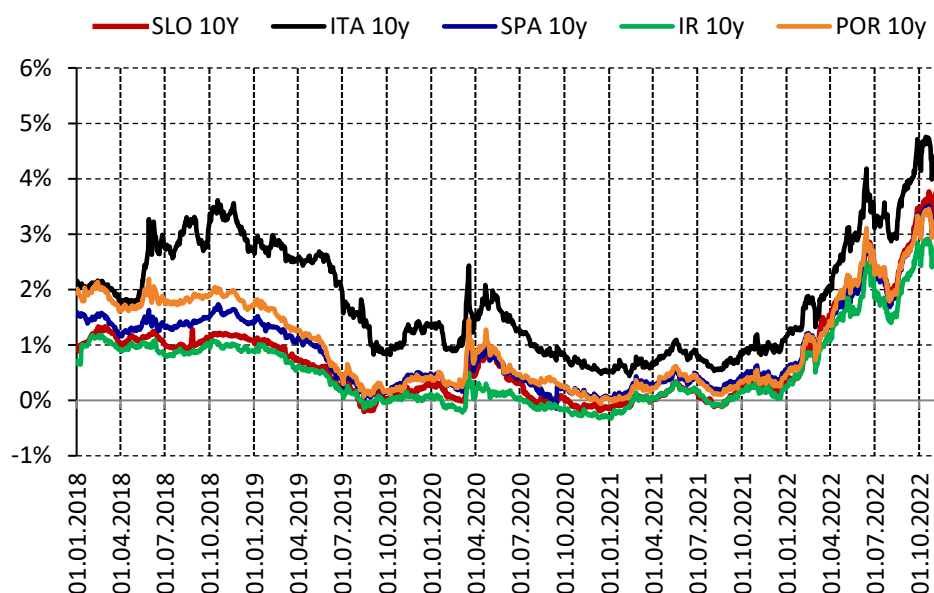
Slika 17: Krivulja donosnosti vrednostnih papirjev Republike Slovenije



Vir: Bloomberg, MF lastni izračuni, 23. 11. 2022

Slika 18 prikazuje gibanje 10-letne zahtevane donosnosti Republike Slovenije v primerjavi z izbranimi državami evrskega območja. Republike Slovenija se je po kriteriju zahtevane donosnosti v letu 2022 oddaljila od semi-jedrnih držav evroobmočja (Irska) in približala Španiji in Portugalski.

Slika 18: Gibanje donosov 10-letnih obveznic izbranih držav evrskega območja

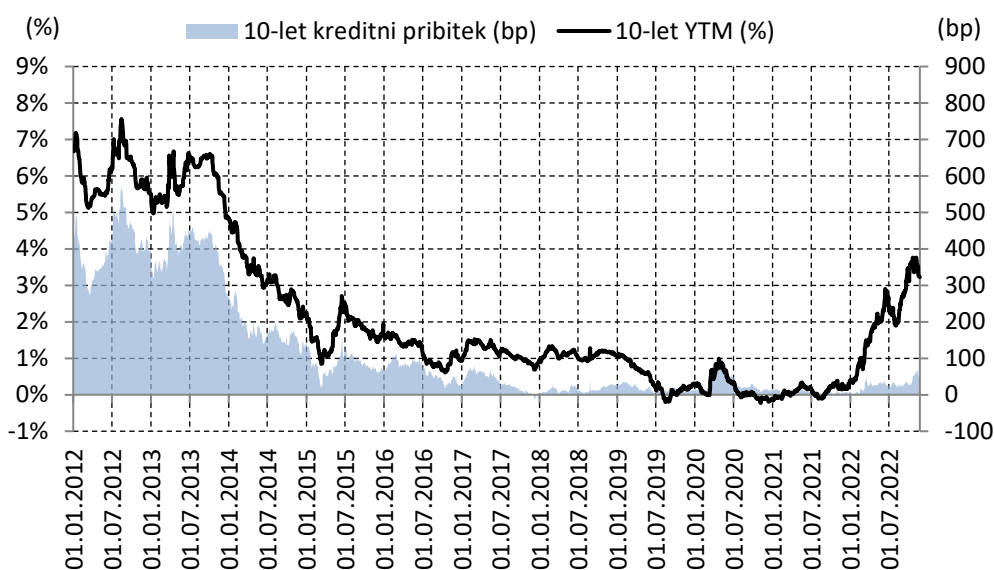


Vir: Bloomberg, MF lastni izračuni, 24. 11. 2022

Slika 19 prikazuje, da je 10-letni kreditni pribitek za evrske obveznice Republike Slovenije nižji v primerjavi z avgustom 2012, ko je dosegel vrh (570 b.t.), na dan 23. 11. 2022 pa ta znaša 52 b.t.. Slika tudi nazorno prikazuje, da se delež kreditnega pribitka v strukturi obrestne mere (YTM) v zadnjem obdobju zmanjšuje. Če je ta v letu 2020 znašal 100 % celotne obrestne mere, ta na dan 23. 11. 2022, znaša 16 %.

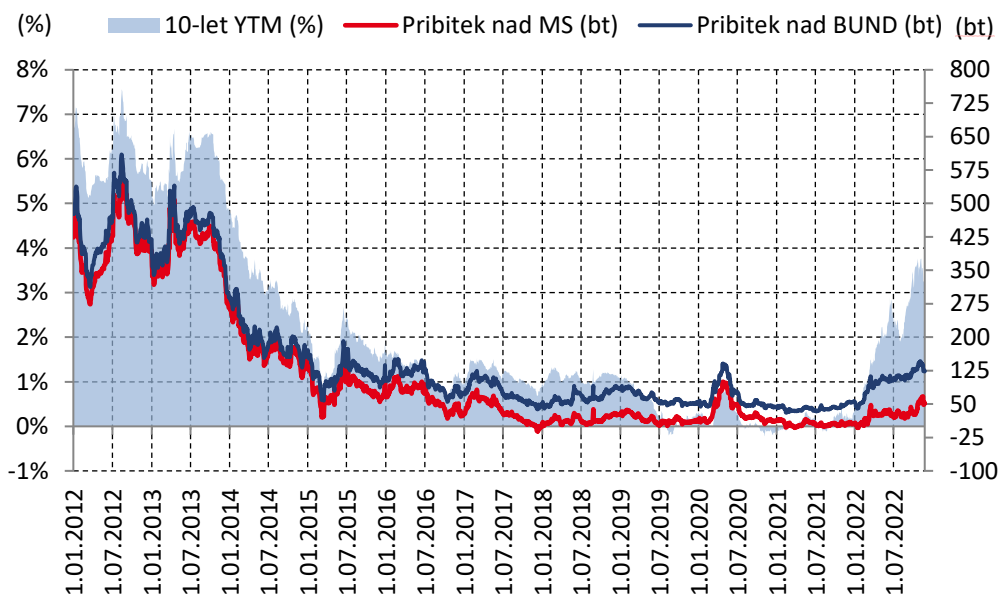
Slika 20 prikazuje, da je pribitek slovenske nad nemško 10-letno evrsko obveznico višji, kot to velja za pribitek nad srednjo obrestno zamenjavo, ki se uporablja kot »referenčna« osnova ob kreditnem pribitku v strukturi zahtevane donosnosti v procesu izdaje evrskih obveznic. Pribitek nad referenčno osnovo srednje obrestne zamenjave (angl. *Mid-Swap – MS*) znaša 52 bt, nad referenčno 10-letno nemško državno obveznico pa 123 b.t.. S tem se odpira prostor potrebnega nadaljnega prizadevanja za zniževanje kreditnega pribitka RS, ob dejstvu da, so se pribitki nad referenčno 10-letno nemško državno obveznico pomembno zvišali za skoraj vse države evrskega območja.

Slika 19: Gibanje 10-letne zahtevane donosnosti in kreditnega pribitka Republike Slovenije od leta 2012



Vir: Bloomberg, MF lastni izračuni, 24. 11. 2022

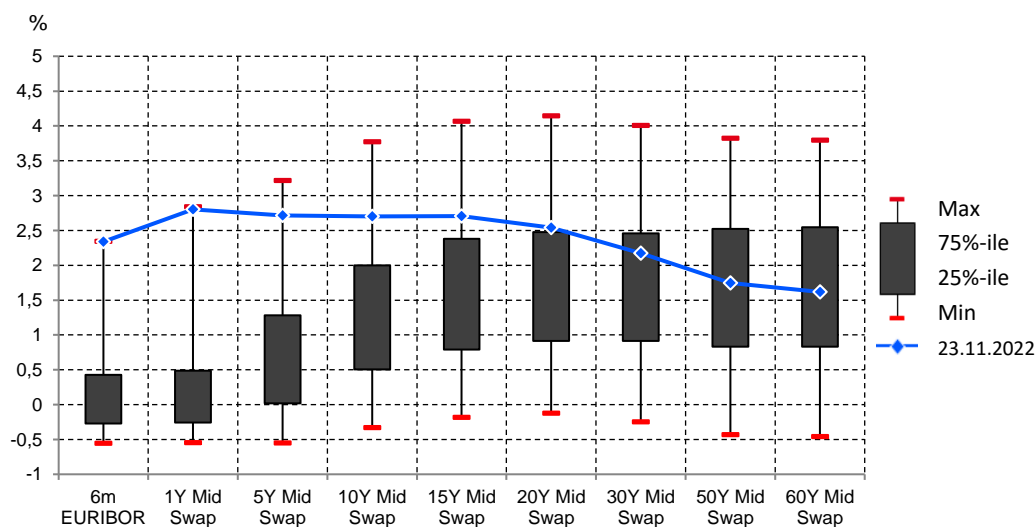
Slika 20: 10-letni zahtevani donos in pribitek Republike Slovenije nad srednjo obrestno zamenjavo (MS) in nemško obveznico



Vir: Bloomberg, MF lastni izračuni, 24. 11. 2022

Zgodovinsko gledano današnje razmere glede višine srednje obrestne zamenjave oz. t.i. referenčne osnove in njene oblike nazorno prikazuje Slika 21, tj. frekvenčne porazdelitve srednje obrestne zamenjave različnih ročnosti in 6-m Euribor-ja.

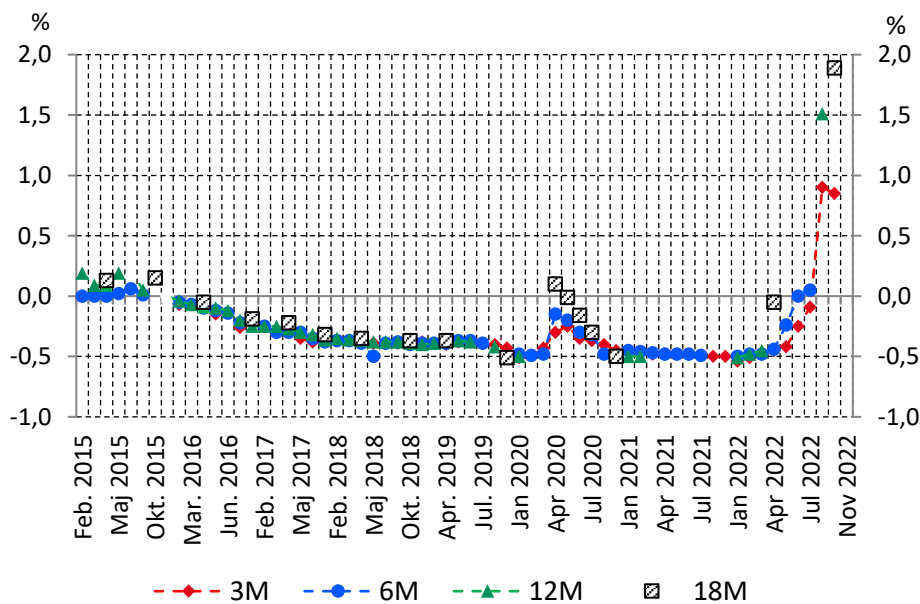
Slika 21: Frekvenčna porazdelitev doseženih vrednosti evrske srednje obrestne zamenjave za obdobje od leta 2010 v primerjavi z nivoji danes



Vir: Bloomberg, MF lastni izračuni, 24. 11. 2022

Razmere oziroma realizirane donosnosti na slovenskem trgu zakladnih menic prikazuje Slika 22. Februarja 2016 so bile obrestne mere 3-, 6- in 12-mesečnih zakladnih menic prvič negativne. Aprila 2016 je Slovenija izdala tudi 18-mesečno zakladno menico z negativno obrestno mero. Trend negativnih obrestnih mer je trajal vse do letošnjega leta, v drugi polovici leta 2022 pa so obrestne mere zakladnih menic sledile dvigu referenčnih evrskih obrestnih mer ECB oziroma splošnemu dvigu obrestnih mer in postale pozitivne.

Slika 22: Trajektorija donosov zakladnih menic Republike Slovenije različnih ročnosti



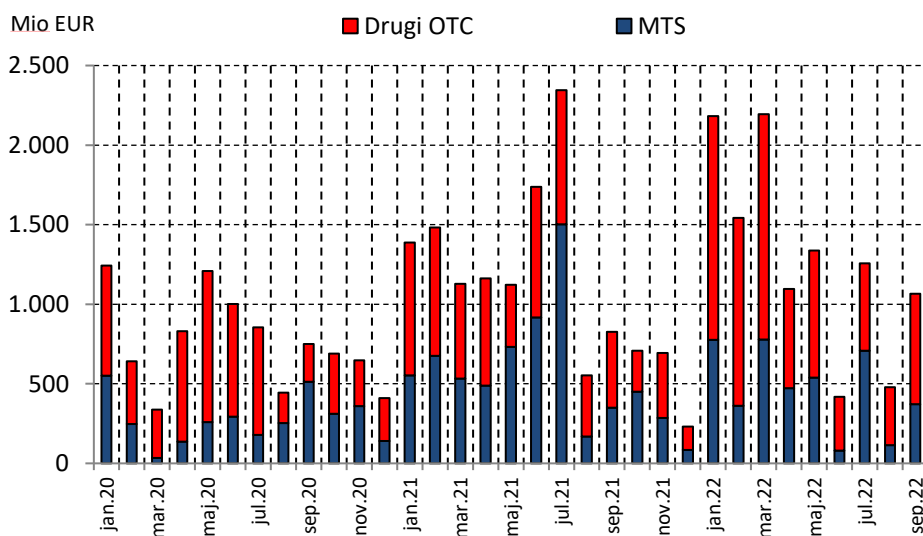
Vir: Ministrstvo za finance, 24. 11. 2022

4.2. Likvidnost vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu

Obveznice Republike Slovenije, izdane z vpisom v KDD, so uvrščene na organiziran borzni trg Ljubljanske borze, d.d.. Obveznice, izdane z vpisom v Euroclear Bank SA/NV in Clearstream Banking societe anonyme, pa so uvrščene na borzi v Luksemburgu. Z namenom zagotavljanja likvidnosti in oblikovanja transparentne tržne cene se z referenčnimi državnimi obveznicami, ki imajo nominalno vrednost izdaje vsaj 1 milijardo evrov, trguje na uradni trgovni platformi MTS Slovenija, kjer med seboj trgujejo uradni vzdrževalci trga za slovenske državne vrednostne papirje.

Celotni obseg trgovanja na MTS je v letu 2021 znašal 6.738 milijonov evrov, na ostalem sekundarnem trgu (OTC) pa 6.641 milijonov evrov (pri čemer je bilo trgovanje na ostalem sekundarnem trgu večinoma izvedeno preko sistemov Bloomberg in ostalih ne-elektronskih platform). V prvih devetih mesecih v letu 2020 je obseg trgovanja na MTS znašal 4.200 milijonov evrov, na ostalem sekundarnem trgu pa ugotavljamo znatno povečan obseg, ki dosega 7.372 milijonov evrov. Obseg trgovanja z vrednostnimi papirji Republike Slovenije v obdobju od meseca januarja 2020 do septembra 2022 je prikazan na Sliki 23.

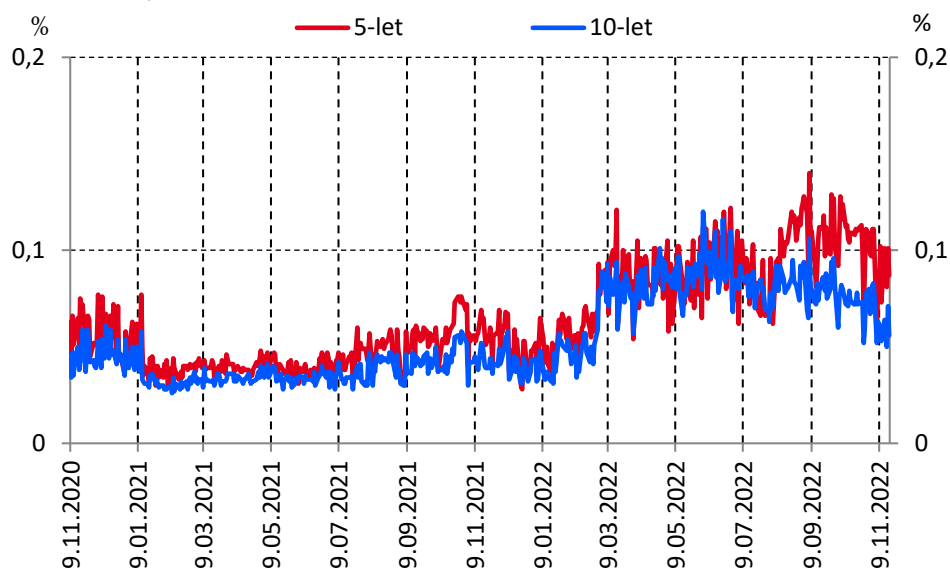
Slika 23: Obseg trgovanja na uradni trgovni platformi (MTS) in ostalih trgih (OTC)



Vir: Ministrstvo za finance, 23. 11. 2022

Slika 24 prikazuje volatilitno razmik med nakupno (BID) in prodajno (ASK) stranjo 5- in 10-letne evrske slovenske obveznice. BID-ASK razmik se je ustalil pri 5-letni ročnosti na 8,7 b.t. in 10-letni ročnosti na 5,6 b.t..

Slika 24: Razlika med zahtevanim donosom evrske 5- in 10-letne slovenske obveznice nakupne in prodajne strani



Vir: Bloomberg, Ministrstvo za finance lastni izračuni, 23. 11. 2022

4.3. Institucionalna struktura investitorjev v obveznice Republike Slovenije

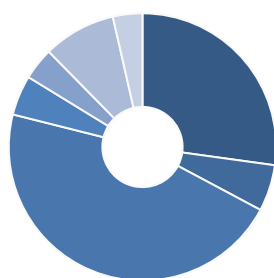
Pred vstopom Republike Slovenije v evrsko območje, kamor se je Slovenija vključila 1. 1. 2007, je bilo potrebno zagotoviti pogoje za širitev pretežno domačega investitorskega zaledja na mednarodni, primarno evropski finančni trg. Takšno usmeritev je narekovala tako omejena naložbena zmogljivost domačih investitorjev (pretežno bank), kot tudi že v letu 2006 nižje povpraševanje in tudi dezinvestiranje domačih investitorjev v dolžniške vrednostne papirje Republike Slovenije zaradi dodatnih možnosti naložb na skupnem evropskem finančnem trgu.

Da bi pritegnili vlagatelje evrskega območja, še posebej nebančne finančne institucije, je bil v začetku leta 2007 uveden sindiciran način izdaje dolžniških vrednostnih papirjev Republike Slovenije. Učinek takšnega načina distribucije na primarnem trgu se odraža tudi v institucionalni sestavi kupcev sindiciranih izdaj obveznic Republike Slovenije od leta 2007 dalje.

Neposredno po vstopu v evrsko območje so v okviru imetniške strukture največji delež izkazovali upravljavci skladov (več kot 50 odstotkov), ki so mu sledile poslovne banke z nekaj več kot 30-odstotnim deležem. V letu 2008 se je to razmerje zaradi globalne finančne krize obrnilo. Delež bank se je do začetka leta 2009 ponovno povzpел nad 50 odstotkov. Prevladujoč delež bank je prisoten do leta 2010 z izjemo kratkega obdobja v drugi polovici leta 2009. Izrazito prevladujoč delež finančnih skladov v obdobju od leta 2012 do začetka leta 2014 odraža tudi omejen dostop do financiranja Republike Slovenije na domačem evrskem trgu. V tem obdobju je bilo stroškovno bolj ugodno dolgoročno financiranje na globalnem ameriškem dolžniškem kapitalskem trgu, kjer so v imetniški

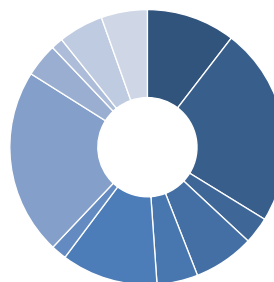
strukturi prevladovali skladi z naložbeno politiko bolj tveganih naložb. Tudi po letu 2014, ko je Republika Slovenija financiranje izvajala na domačem trgu, ostajajo upravljavci skladov največja skupina investorjev z deležem v institucionalni strukturi investorjev, ki dosega 46 %, banke pa ostajajo drugi največji investitor v obveznice Republike Slovenije z deležem 27 % v celotnem portfelju referenčnih obveznic. Delež pokojninskih skladov in zavarovalnic je v obdobju zadnjih let predvsem z izdajo evrskih obveznic daljših ročnosti dosegel 12,7 %, kar izkazuje vzpostavljeno dolgoročno zaupanje v izdajatelja. Dosežena investitorska struktura tako geografsko kot institucionalno priča o kredibilnosti politik in posledično uspešni uveljavitvi dolžniških vrednostnih papirjev Republike Slovenije kot nizko tvegane naložbe. V zadnjih letih je Republika Slovenija tako uspešno diverzificirala investitorsko zaledje tako geografsko kot institucionalno. Slednje je izrednega pomena z vidika zagotovitve in krepitve stalnega in zanesljivega dostopa do virov financiranja državnega proračuna.

Slika 25: Institucionalna razvrstitev investorjev



- Banke; 27,2%
- Centralne banke; 5,6%
- Upravljavci skladov; 46,1%
- Upravljavci tvegane kapitala; 4,8%
- Pokojninski skladi; 3,9%
- Zavarovalnice; 8,8%
- Drugo; 3,6%

Slika 26: Geografska razvrstitev investorjev



- ZDA; 10,4%
- Švica; 3,2%
- Drugo EU; 4,8%
- Preostali svet; 1,8%
- Države Beneluksa; 3,9%
- Italija; 5,3%
- Nemčija in Avstrija; 23,3%
- Slovenija; 7,1%
- Francija; 11,3%
- VB in Irska; 21,9%
- Azija; 1,4%
- Skandinavija; 5,4%

Vir: Ministrstvo za finance, 25. 11. 2022

5. UPRAVLJANJE Z DOLGOM

Vrste transakcij upravljanja z dolgom in osnovni nameni izvajanja teh transakcij so določeni v 82. členu ZJF. Prvi odstavek 82. člena ZJF določa, da lahko država s črpanjem posojil in izdajanjem vrednostnih papirjev pridobiva sredstva, potrebna za vračilo državnega dolga pred njegovo dospelostjo ali za odkup lastnih vrednostnih papirjev, če se s tem:

1. podpirajo ukrepi za doseganje gospodarskega ravnotežja;
2. zmanjšajo stroški državnega dolga ali
3. izboljša kakovost zadolžitve in se s tem dolg države ne poveča.

V skladu z drugim odstavkom 82. člena ZJF lahko država za namen državnih uravnavanj tečajnih in obrestnih tveganj poleg zgoraj omenjenih poslov sklepa tudi druge posle, povezane z državnim dolgom (izvedeni finančni instrumenti).

O sklepanju poslov upravljanja z državnim dolgom odloča minister, pristojen za finance, na podlagi prvega odstavka 84. člena ZJF ter na podlagi letnega programa financiranja, ki ga sprejme vlada oziroma druga oseba po njegovem pooblastilu.

Predčasno vračilo dolga pred dospelostjo iz prvega odstavka 82. člena ZJF se lahko izvaja v obliki predčasnega odplačila glavnice in pripadajočih obresti instrumentov financiranja, ki vsebujejo pravico predčasnega odplačila (posojila ali vrednostni papirji), z odkupom ali zamenjavo lastnih vrednostnih papirjev. Izbira oblike vračila in možnost izvedbe predčasnega vračila je pogojena z možnostjo nove zadolžitve v višini predčasnega vračila in s takšno donosnostjo in strukturo, ki zagotovi izpolnjevanje vsaj enega izmed pogojev, navedenih v prvem odstavku 82. člena ZJF. Pri teh transakcijah upravljanja z državnim dolgom se presojuje učinki na strukturo dolga, izpostavljenost makroekonomskim in tržnim tveganjem, na likvidnost ter krivuljo donosa slovenskih državnih vrednostnih papirjev.

Izvedeni finančni instrumenti za uravnavanje tečajnih in obrestnih tveganj iz drugega odstavka 82. člena ZJF se lahko izvajajo v obliki valutnih in obrestnih zamenjav ter transakcij, ki zmanjšujejo kreditno izpostavljenost v zvezi z njimi.

5.1. Odkupi in zamenjave vrednostnih papirjev

Direktorat za zakladništvo Ministrstva za finance tekoče spremlja tržne razmere in izvaja transakcije v odvisnosti od tržnih razmer, v primernem časovnem sosledju na avkcijski način in bilateralno s primarnimi vpisniki za obveznice Republike Slovenije.

Transakcije upravljanja z dolgom so tržne transakcije, izvedene po tržnih pogojih, ki pa so pogojene z interesom imetnikov obveznic in vsakokratnimi tržnimi razmerami.

Republika Slovenija lahko obveznice odkupuje na sekundarnem trgu. Imetniki so se v okolju nizkih donosov srečevali z izzivom reinvestiranja v druge naložbe, kar se na avkcijah praviloma izrazi tako, da imetniki vrednostnih papirjev ponujajo manjše zneske in zahtevajo višjo premijo za odkup. Za Ministrstvo za finance pa so v skladu z ZJF in vsakokratnim letnim Programom financiranja izvrševanja proračuna sprejemljive le tiste ponudbe imetnikov, ki prinašajo pozitivno neto sedanjo vrednost in s tem pozitivne učinke za državni proračun.

5.1.1. Kriteriji za izvedbo transakcij odkupov in zamenjav vrednostnih papirjev

Morebitne transakcije odkupov in zamenjav vrednostnih papirjev se bodo izvajale v skladu z 82. členom ZJF. Ob tem se bodo presojali učinki transakcij odkupov in/ali zamenjav ter zasledovali cilji učinkovitega upravljanja z dolgom državnega proračuna z vidika naslednjih kriterijev:

1. zmanjšanja obrestnih izdatkov;
2. povečanja povprečne ročnosti dolga ter utrditve strukture portfelja dolga državnega proračuna, ko Republika Slovenija obveznice s krajšo preostalo dospelostjo nadomesti z obveznicami daljše ročnosti in se s tem zmanjša tveganje refinanciranja;
3. ocen pričakovane pozitivne finančne ekonomike preloma, kar pomeni, da se s transakcijo predčasnega refinanciranja obveznic krajših preostalih ročnosti in z izdajo obveznic daljših ročnosti realizira obstoječe tržne obrestne mere za daljše obdobje, za katere se glede na širše makroekonomske in finančne razmere v naslednjem srednjeročnem obdobju z veliko stopnjo gotovosti pričakuje, da bodo najmanj enake ali višje. S tem se doseže pozitiven učinek tako na strani stroška zadolževanja kot stroška držanja likvidnostne rezerve upravljavca likvidnosti državnega proračuna;
4. pozitivnega vpliva na proračun z vidika spremembe stanja dolga z vidika pozitivne neto sedanje vrednosti transakcije upravljanja z dolgom;
5. izbire obveznic za odkup in/ali zamenjavo, s katero Republika Slovenija lahko doseže čim večjo participacijo imetnikov in s tem nižjo premijo za odkup in/ali nižji diskont pri zamenjavi. Način izvedbe takšne transakcije je lahko sindiciran ali pa izveden preko ponudb omejenemu krogu investitorjev, če bi bili doseženi pogoji na avkciji s tem boljši.

Na podlagi zgoraj navedenih kriterijev se s transakcijami odkupov in/ali zamenjav zasleduje doseganje tudi naslednjih pozitivnih učinkov:

1. povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu;
2. konsolidacija portfelja dolga državnega proračuna;
3. krepitev referenčne krivulje zahtevane donosnosti državnih vrednostnih papirjev;

4. učinkovito umeščanje dolga državnega proračuna na skupnem evropskem in globalnem dolžniškem kapitalskem trgu.

Cena odkupa in/ali zamenjave posameznega vrednostnega papirja se določi tržno. Republika Slovenija bo lahko, če bodo to omogočale tržne razmere, v odkup in/ali zamenjavo ponudila vsakega od obstoječih vrednostnih papirjev iz portfelja dolga Republike Slovenije.

5.1.2. Način izvedbe transakcij odkupov in zamenjav vrednostnih papirjev

Transakcije odkupov in zamenjav se bodo lahko izvajale preko avkcij, s smiselno uporabo vsakokrat veljavnih pravil za izvedbo avkcij državnih vrednostnih papirjev, ali na drug način, v skladu s standardno tržno prakso, uveljavljeno na finančnem trgu.

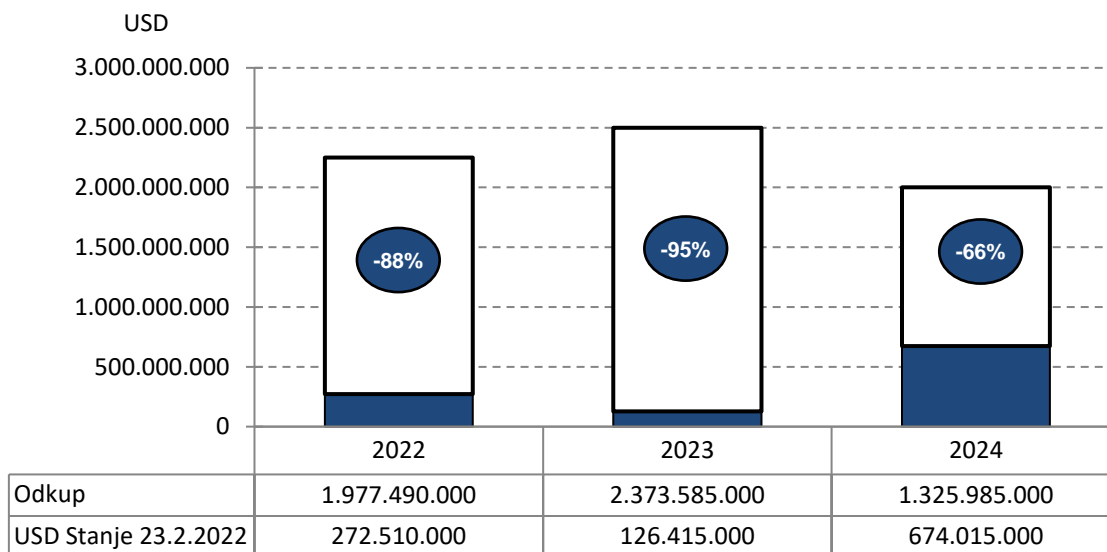
Transakcije odkupov in zamenjav vrednostnih papirjev bodo izvršene skladno z vsakokratnim letnim programom financiranja, če bodo to omogočale tržne razmere, če bo na trgu izražen interes za prodajo ali zamenjavo vrednostnih papirjev in glede na likvidnost državnega proračuna.

5.2. Valutne in obrestne zamenjave

Ministrstvo za finance lahko v imenu Republike Slovenije z namenom uravnavanja izpostavljenosti tečajnemu tveganju, ki bi izhajalo iz servisiranja obveznosti iz naslova zadolžitve v tuji valuti, sklepa posle valutnih zamenjav. Za namen uravnavanja obrestnega tveganja kot tudi tveganja dviga obrestnih mer in za namen optimizacije strukture portfelja državnega dolga v smislu doseganja optimalnega razmerja med fiksno in variabilno obrestno mero se lahko sklepajo obrestne zamenjave. Posli valutnih in obrestnih zamenjav so tržne transakcije, izvršene po tržnih pogojih in v skladu z ustrezno poslovno prakso.

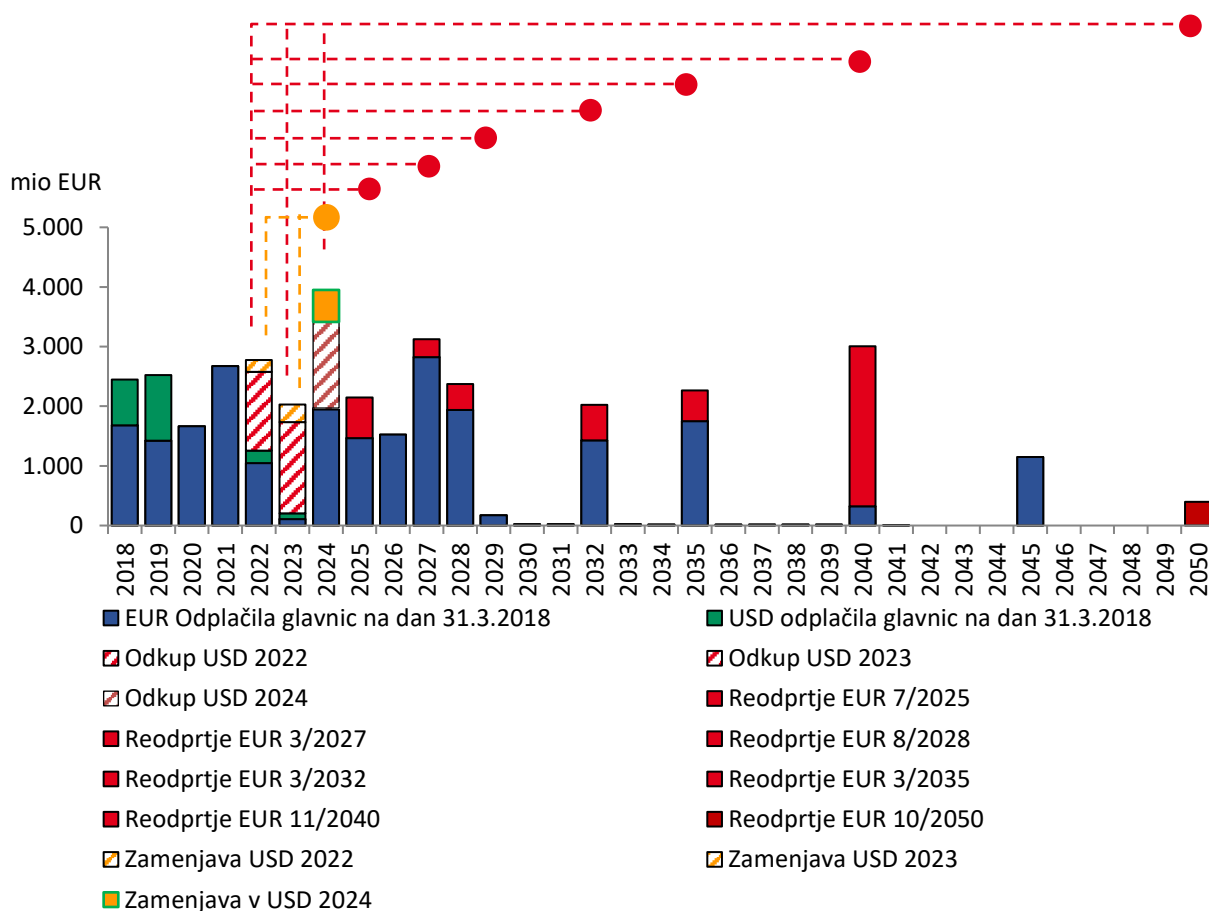
Republika Slovenija je ob upoštevanju transakcij medvalutnega EUR - USD upravljanja z dolgom vse od maja 2016 do februarja 2022 skupaj nadomestila 61,37 % celotnega dražjega dolarskega dolga s cenejšim evrskim izrazito daljših ročnosti, kot prikazuje Slika 28. Preostalo stanje dolarskega dolžniškega portfelja je po zapadlosti obveznic SLOVEN 2018, SLOVEN 2019 ter po vseh izvršenih osmih transakcijah medvalutnega upravljanja z dolgom na dan 23. 2. 2022 znašalo 1.072.940.000 USD (izhodiščno stanje na dan 31. 12. 2015 je znašalo 9.250.000.000 USD). Slika 27 prikazuje delež realiziranega odkupa posamezne dolarske obveznice Republike Slovenije.

Slika 27: Stanje posameznih USD obveznic Republike Slovenije po koncu vseh transakcij upravljanja z dolarskim dolžniškim portfeljem



Vir: Ministrstvo za finance, 24. 11. 2022

Slika 28: Shema predčasnega refinanciranja dolarskih obveznic Republike Slovenije z evrskimi obveznicami daljših ročnosti



Vir: Ministrstvo za finance, 24. 11. 2022

5.2.1. Upravljanje zavarovanja iz naslova sklenjenih valutnih in obrestnih zamenjav

Transakcije valutnih in obrestnih zamenjav so bile izvršene na podlagi krovne pogodbe »ISDA 2002 Master Agreement«, ki jih ima Republika Slovenija sklenjene z nekaterimi primarnimi vpisnicami za obveznice Republike Slovenije. Republika Slovenija ima prav tako sklenjen aneks za zmanjševanje kreditne izpostavljenosti ("Credit Support Annex" oz. CSA) z bankami primarnimi vpisnicami, s katerimi ima sklenjeno »ISDA 2002 Master Agreement«.

V skladu s CSA so se Republika Slovenija in banke, s katerimi je Republika Slovenija sklenila posel valutne in/ali obrestne zamenjave, medsebojno zavezale zagotavljati denarno kritje ali kritje v obveznicah (»Credit Support«) za namen izničenja kreditnega tveganja za celoten čas trajanja zamenjave. S tem se skoraj v celoti odpravi tveganje morebitne neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke iz naslova sklenjenih transakcij.

Republika Slovenija se je v letu 2018 odločila za prehod na dnevno izmenjavo denarnega kritja (prej enkrat tedensko), ki omogoča nižji kreditni pribitek in nižje transakcijske stroške pri sklepanju novih transakcij zamenjave. V CSA je tudi določena valuta denarnega kritja in obrestna mera, ki jo Republika Slovenija plačuje ali prejema iz naslova prejetega ali danega kritja.

Stranka, ki prejme denarno kritje, s tem postane pravno gledano "lastnica" denarja (v smislu, da lahko s takšnim denarjem prosto razpolaga), pri čemer pa v ekonomskem smislu ostaja denarno kritje premoženje stranke, ki ga je zagotovila, vse dokler ne pride do prekinitve transakcij in prenehanja obveznosti vračila. Do takrat namreč stranka, ki je denarno kritje zagotovila, ostaja konča upravičenka do vseh donosov od denarnega kritja (dogovorjene obrestne mere na denarno pokritje).

Denarno kritje, ki ga Republika Slovenija prejme od bank, po pravilih ESA2010 povečuje dolg državnega proračuna, medtem ko po nacionalni metodologiji ne.

6. STRATEŠKI CILJI V OBDOBJU 2023 – 2025

6.1. Strateški cilj 1: Zagotovitev pravočasnega financiranja izvrševanja državnega proračuna v potrebnem obsegu

6.1.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Direktorat za zakladništvo pravočasno zagotavlja ustrezen obseg likvidnih sredstev za nemoteno izvrševanje državnega proračuna. Pri tem zasleduje cilj doseganja optimalnega obsega zadolževanja glede na dinamiko potreb po zadolževanju, kar dosega na naslednji način:

- zadolževanje z različnimi instrumenti ter različno ročnostjo teh v okviru dokumentov, ki jih sprejema Vlada Republike Slovenije;
- zagotovitev najoptimalnejše strukture zadolževanja za izvrševanje državnega proračuna;
- izvršitev zadolževanja na podlagi transparentnih in vnaprej pripravljenih postopkov.

6.1.2. Merila za doseganje cilja

- delež realizacije kvote zadolževanja;
- pravočasnost izvrševanja glede na plan;
- primerjava realizacije/plan.

6.1.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|------------------------|--|
| i. Aktivnost: | sodelovanje pri pripravi ali spremembi državnega proračuna |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo |
| Rok: | odvisen od plana priprave državnega proračuna |
| ii. Aktivnost: | priprava in sprejetje letnega Programa financiranja proračuna Republike Slovenije |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo, Vlada Republike Slovenije na podlagi predloga Ministrstva za finance |
| Rok: | najkasneje 1 mesec po sprejetju ali spremembi proračuna za tekoče oziroma naslednje leto |
| iii. Aktivnost: | izvršitev zadolžitve državnega proračuna |
| Odgovornost: | minister za finance oziroma oseba pooblaščenca s strani ministra za finance |
| Rok: | odvisen od trenutnih tržnih razmer in letnega koledarja zadolževanja |

- iv. Aktivnost:** spremljanje izvrševanja zadolževanja in kvote zadolževanja državnega proračuna
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** 5. delovni dan v mesecu
- v. Aktivnost:** sodelovanje v okviru likvidnostne komisije Ministrstva za finance z ostalimi sektorji znotraj Ministrstva za finance in njegovimi organi v sestavi
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** 2. delovni dan v mesecu
- vi. Aktivnost:** sodelovanje s skupino primarnih vpisnikov
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** pred pripravo rednega letnega Programa financiranja za naslednje leto ter vsaj še enkrat v letu (običajno sredi leta)

6.1.4. Tveganja pri uresničitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Nesprejetje proračunskih predpostavk in nepriprava letnega proračuna.	Pomemben	Srednja	Delno	Urgenca za dostavo ustreznih podatkov za pripravo proračuna, v kolikor so na razpolago, sicer se uporabijo podatki zadnjega sprejetega proračuna za tekoče leto ali podatki za namen začasnega financiranja.
Otežena ali izjemno draga izvršitev zadolževanja zaradi krize na dolžniških kapitalskih trgih.	Pomemben	Velika	Da	Izvedba zadolževanja s pomočjo alternativnih metod in instrumentov zadolževanja.

6.2. Strateški cilj 2: Minimiziranje dolgoročnega stroška financiranja s sprejemljivim tveganjem refinanciranja ter sprejemljivimi valutnimi, obrestnimi in drugimi tržnimi tveganji

6.2.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Sektor za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko pri pripravi in izvršitvi zadolževanja spremlja tveganja. Posebno pozornost pri tem je namenjena tveganju refinanciranja, kar je še posebej pomembno v primeru zaostrenih ali nepredvidenih razmer na dolžniških kapitalskih trgih. Spremlja valutna, obrestna in ostala tržna tveganja ter jih pri izvrševanju zadolževanja zmanjšuje v največji možni meri. Tveganje refinanciranja ter ostala tržna tveganja zmanjšuje na naslednji način:

- ustrezen plan zadolževanja, določen s Programom financiranja;
- upravljanje dolga državnega proračuna v skladu s Programom financiranja;
- vzdrževanje in širjenje investicijskega zaledja;
- zagotavljanje ustreznega profila zapadlosti glavnice in minimizacija tveganja refinanciranja;
- strategija zadolževanja, katere poglobitveno načelo je krepiti sposobnost fleksibilnosti pri dostopanju na domači kot globalni dolžniški kapitalski trg (EUR, USD, YEN) in časovna odzivnost;
- uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje pred valutnim, obrestnim in kreditnim tveganjem.

6.2.2. Merila za doseganje cilja

- merjenje valutnega in obrestnega tveganja dolga;
- spremljanje profila zapadlosti glavnice po letih;
- izračun učinkov transakcij predčasnega refinanciranja/zamenjav dolga;
- izračun učinkov avkcije odkupov ali zamenjav obveznic na sekundarnem trgu;
- spremljanje gibanja valutne in obrestne strukture dolga državnega proračuna;
- spremljanje portfelja danih/prejetih varščin iz naslova zavarovanja kreditnega tveganja nasprotne stranke;
- izračunavanje in spremljanje premikov krivulje donosnosti vrednostnih papirjev.

6.2.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|----------------------|--|
| i. Aktivnost: | spremljanje profila zapadlosti glavnice v prihodnjih letih |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko |
| Rok: | ob pripravi zadolžitve oziroma ob pripravi letnega Programa financiranja |

- ii. Aktivnost:** spremljanje valutne in obrestne strukture dolga državnega proračuna
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko
- Rok:** ob pripravi zadolžitve oziroma ob pripravi letnega Programa financiranja
- iii. Aktivnost:** izvedba transakcije odkupa ali zamenjave vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** odvisno od tržnih razmer
- iv. Aktivnost:** izvedba transakcije predčasnega refinanciranja zadolžitve
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** odvisno od tržnih razmer
- v. Aktivnost:** uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje pred finančnimi tveganji
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko
- Rok:** ob posamični transakciji, odvisno od tržnih razmer

6.2.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Nedelovanje aplikacije »e-ZKL«, zaradi napake znotraj aplikacije.	Pomemben	Srednja	Da	Zagotovljena je priprava analiz s pomočjo drugih orodij (MS Excel, Matlab).
Nedelovanje aplikacije »e-ZKL«, zaradi napake zunaj aplikacije (nedelovanje strežnika).	Pomemben	Srednja	Ne	Zagotoviti sproti nadzor in vzdrževanje na ravni kapacitet strežnika na Ministrstvu za finance.
Nedelovanje obstoječe spletne povezave na računalniku za izvedbo avkcije (dostop do finančne platforme Bloomberg) in posledično	Pomemben	Srednja	Ne	Tekoči nadzor in skrb za stabilno spletno povezavo, ki mora omogočati hitrejši in zanesljivejši prenos podatkov. V veljavi so

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
izpad izvedbe avkcije vrednostnih papirjev oziroma analiz predčasnega refinanciranja/zamenjav vrednostnih papirjev.				pravila avkcije, ki predpisujejo možne ukrepe.
Nedelovanje dostopa do sistema CRVP KDD in posledično onemogočena poravnava izdaje zakladnih menic.	Pomembno	Srednja	Da	Zagotovljena možnost posredovanja poravnalnih inštrukcij na KDD po elektronski pošti s Sigov-ca podpisom.
Pomanjkanje ustreznih izobrazbenih profilov/kadrov za izvedbo posameznih transakcij.	Pomemben	Srednja	Da	Zagotovljeno je podvajanje kadrov z ustreznim znanjem. Vzdrževati obstoječo kadrovsko strukturo z dobrimi pogoji za delo.

6.3. Strateški cilj 3: Širitev investicijskega zaledja za krepitev stalnega in zanesljivega dostopa do virov financiranja in učinkovito komuniciranje z relevantnimi mednarodnimi institucijami

6.3.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Za učinkovito in pravočasno zadolžitev z izdajo vrednostnega papirja je potrebno zagotoviti določeno skupino investitorjev, ki so seznanjeni s politično in makroekonomsko situacijo v Republiki Sloveniji. Aktivnosti Direktorata za zakladništvo pri zasledovanju cilja širitve investicijskega zaledja kot tudi sprotnega informiranja bonitetnih agencij in drugih relevantnih mednarodnih institucij so:

- pridobivanje novih potencialnih investitorjev in krepitev stikov z obstoječimi investitorji v državne vrednostne papirje;
- povečanje deleža domačih investitorjev rezidentov v imetniški strukturi investitorjev;
- preverjanje možnosti izdaje drugih dolgoročnih vrednostnih papirjev (obveznica namenjena širšemu krogu investitorjev (Angl. retail obveznica)), USD obveznice, Samurai obveznica, Tokyo pro obveznica, Panda obveznica, »off-shore« RMB obveznica;
- ažurno posredovanje podatkov o zadolževanju in stanju dolga državnega proračuna investitorjem preko rednih objav - ažuriranje predstavitev za investitorje na spletni strani, priprave in pošiljanje relevantnih novic (newsletter) preko e-pošte in preko rednega osveževanja informacija na spletni strani, ki je namenjena potencialnim investitorjem in drugim pomembnim subjektom, kot so bonitetne agencije, IMF itn.
- spodbujanje tujih investitorjev k investiranju v vrednostne papirje krajše ročnosti do enega leta;
- zagotavljanje tekoče obveščeni bonitetnih agencij o doseženih reformnih ciljih in politikah države.

6.3.2. Merila za doseganje cilja

- delež novih investitorjev pri izdaji vrednostnih papirjev, tako z vidika geografske porazdelitve kot vrste investitorja.

6.3.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|----------------------|--|
| i. Aktivnost: | izvedba obiska investitorjev |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo |
| Rok: | na kontinuirani osnovi oziroma po potrebi ob izdaji vrednostnega papirja |

- ii. **Aktivnost:** seznanjanje investitorjev s podatki o zadolževanju in stanju dolga državnega proračuna
Odgovornost: generalni direktor Direktorata za zakladništvo
Rok: redno četrtletno ali mesečno obveščanje
- iii. **Aktivnost:** preverjanje možnosti izdaje drugih dolgoročnih vrednostnih papirjev
generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
Odgovornost: izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
Rok: na kontinuirani osnovi glede na tržne razmere

6.3.4. Tveganja pri uresničitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Neizvedba zelenega obiska investitorja.	Pomemben	Majhna	Da	Poleg osebnega stika z investitorjem je mogoče z investitorjem komunicirati na daljavo preko elektronskih sredstev, videokonference, vendar je to glede na naravo poslovanja manj učinkovito. Redno posredovanje poročil investitorjem (Newsletter) ob pomembnejših dogodkih v Republiki Sloveniji preko e-pošte.

6.4. Strateški cilj 4: Povečanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev ter razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev

6.4.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Ustrezna likvidnost slovenskih referenčnih državnih obveznic na sekundarnem trgu omogoča učinkovito oblikovanje realne tržne cene državnih vrednostnih papirjev. V Direktoratu za zakladništvo se bodo izvajale naslednje aktivnosti za doseganje večje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev:

- uradnim vzdrževalcem likvidnosti se ponudi možnost posojila lastnih dolžniških vrednostnih papirjev Republike Slovenije, ki kotirajo na uradni trgovalni platformi za vzdrževanje likvidnosti državnih vrednostnih papirjev, za namene poravnave poslov;
- dnevno in mesečno se izvaja spremljanje in ocenjevanje vseh bank, ki sodelujejo kot primarni vpisniki in uradni vzdrževalci likvidnosti;
- preverja se možnost izvajanja odkupov obveznic Republike Slovenije, ki bodo umaknjene z MTS Slovenija, ko bodo dosegle krajšo ročnost od določene;
- preverja se možnost povečanja nominalne izdaje obveznic, ki so bile že izdane v preteklih letih in imajo nominalno vrednost izdaje nižjo od tekoče standardne nominalne višine referenčne obveznice, s ponovnim odpiranjem teh obveznic sindicirano ali na avkcijski način.

6.4.2. Merila za doseganje cilja

- izračun dnevnih indeksov uspešnosti primarnih vpisnikov;
- izračun mesečne uspešnosti primarnih vpisnikov;
- izračun različnih kazalcev likvidnosti sekundarnega trga;
- analiza sekundarnega trga državnih obveznic in primerjalna analiza z drugimi primerljivimi trgi;
- analiza uspešnosti izvedbe avkcije odkupa obveznic na sekundarnem trgu.

6.4.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|----------------------|--|
| i. Aktivnost: | spremljanje likvidnosti sekundarnega trga slovenskih državnih obveznic |
| Odgovornost: | vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti in vodja Sektorja za analize, upravljanje s tveganji in finančno statistiko |
| Rok: | dnevno oziroma mesečno |

- ii. Aktivnost:** izvedba projekta uvedbe posojanja obveznic za namen poravnave poslov
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo, vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti in vodja Sektorja za zaledne operacije in glavne knjige zakladnice
- Rok:** odvisno od tržnih razmer
- iii. Aktivnost:** izvedba transakcije odkupa ali zamenjave vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu
- Odgovornost:** vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** odvisno od tržnih razmer
- iv. Aktivnost:** izvedba avkcije dolgoročnih vrednostih papirjev s pomočjo Bloomberg finančne platforme
- Odgovornost:** vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti
- Rok:** odvisno od tržnih razmer

6.4.4. Tveganja pri uresničitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Nedelovanje aplikacije »e-ZKL« zaradi napake znotraj aplikacije.	Pomemben	Srednja	Da	Zagotovljena je priprava analiz s pomočjo drugih orodij (MS Office - Excel).
Nedelovanje aplikacije »e-ZKL« zaradi napake zunaj aplikacije (nedelovanja strežnika).	Pomemben	Srednja	Ne	Zagotoviti sprotni nadzor in vzdrževanje na ravni kapacitet strežnika na Ministrstvu za finance.
Nedelovanje obstoječe spletne povezave na računalniku za izvedbo avkcije (dostop do finančne platforme Bloomberg) in posledično izpad izvedbe avkcije vrednostnih papirjev oziroma analize odkupa vrednostnih papirjev.	Pomemben	Srednja	Ne	Potrebno bi bilo zagotoviti stabilnejšo spletno povezavo, ki bi hkrati omogočala hitrejši in zanesljivejši prenos podatkov. V veljavi so pravila avkcije, ki predpisujejo možne ukrepe.

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Nedelovanje dostopa do sistema CRVP KDD in posledično onemogočena poravnava posojila vrednostnih papirjev.	Pomembno	Srednja	Da	Zagotovljena možnost posredovanja poravnalnih inštrukcij na KDD po elektronski pošti s Sigov-ca podpisom.
Preobremenjenost kadrov.	Pomemben	Srednja / Visoka	Da	Zagotavljanje in ohranjanje ustreznega števila kadrov v skladu s povečevanjem obsega dela.

6.5. Strateški cilj 5: Nadaljnja centralizacija in konsolidacija sredstev sistema enotnega zakladniškega računa države ter nadaljnji razvoj aplikativnega sistema EZRLKV

6.5.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Z denarnimi sredstvi sistema enotnega zakladniškega računa (v nadaljnjem besedilu: EZR) države upravlja v okviru Ministrstva za finance upravljavec sredstev sistema EZR države. Razvoj sistema EZR države poteka v smeri doseganja nadaljnje centralizacije (vključevanje EZR občin v EZR države) in konsolidacije denarnih sredstev javnega sektorja (pokritje likvidnostnih potreb subjektov znotraj sistema EZR države s posojili, za katera so viri vračila znani). Vse to bi vodilo v še večjo transparentnost nad javnofinančnimi tokovi in upravljanjem z denarnimi sredstvi javnega sektorja.

6.5.2. Merila za doseganje cilja

- vključevanje dodatnih EZR občin v EZR države;
- povečanje obsega danih posojil iz denarnih sredstev sistema EZR države.

6.5.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|----------------------|--|
| i. Aktivnost: | nadaljevanje vključevanja EZR občin v EZR države |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo, vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti |
| Rok: | postopoma, v celotnem obdobju, ki ga zajema strategija |
| i. Aktivnost: | povečanje obsega danih posojil iz denarnih sredstev sistema EZR države |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo, vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti |
| Rok: | postopoma, v celotnem obdobju, ki ga zajema strategija |

6.5.4. Tveganja pri uresničitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Preobremenjenost kadrov.	Pomemben	Visoka	Delno	Zagotavljanje ustreznega števila kadrov v skladu s povečevanjem obsega dela.
Nizek interes za vključevanje v EZR države s strani občin.	Pomemben	Srednja / Visoka	Delno	Obveščanje občin in občinskih posrednih proračunskih uporabnikov o prednostih vključitve v enotni zakladniški račun države.

6.6. Strateški cilj 6: Zagotovitev kontinuiranega razvoja aplikativnega sistema EZRLKV

6.6.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Aplikacija EZRLKV funkcionalno podpira upravljanje in računovodenje denarnih sredstev sistema EZR države. Preko spletne in namizne aplikacije EZRLKV je omogočeno sklepanje in potrjevanje poslov znotraj in izven sistema EZR države, potrjevanje IOP obrazcev, spremljanje plačilnega prometa po posameznih podračunih sistema EZR države ter na samem EZR države pri centralni banki, obdelava plačilnih nalogov zakladniškega podračuna. Aplikacija se izvaja na infrastrukturi Ministrstva za finance, hkrati pa neposredno dostopa tudi do informacijske infrastrukture UJP.

Aplikacija je razvita v tej smeri, da bi lahko služila tudi občinskim finančnim službam kot upravljavcem EZR občin, v kolikor bi prevzeli način aktivnega upravljanja denarnih sredstev sistema EZR občine. Ministrstvo za finance je odgovorno za razvoj in vzdrževanje aplikacije in systemske podpore za delovanje aplikacije ter izvedbo storitev svetovanja pri uporabi aplikacije.

Zaradi povečevanja števila uporabnikov aplikacije EZRLKV (trenutno je registriranih 569 uporabnikov spletne in 16 uporabnikov namizne aplikacije), zaradi zahtev po visoki odzivnosti aplikacije pri izvajanju postopkov (prenos denarnih sredstev znotraj EZR in navzven v realnem času) ter zaradi vsakodnevne uporabe je zagotavljanje vzdrževanja in nadgrajevanja aplikacije EZRLKV (tako namizne kot tudi spletne) ključnega pomena.

6.6.2. Merila za doseganje cilja

- zagotoviti nemoteno izvedbo plačil proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem EZR države;
- zagotovitev možnosti za nadaljnje vzdrževanje aplikacije EZRLKV;
- zagotovitev ustrezne terminalske opreme, ki bo omogočila nadaljnje uspešno delovanje aplikacije EZRLKV.

6.6.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|----------------------|--|
| i. Aktivnost: | zagotoviti nemoteno izvedbo plačil subjektov, vključenih v sistem EZR države; |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo in vodja Sektorja za izvrševanje transakcij in za upravljanje likvidnosti |
| Rok: | v celotnem obdobju, ki ga zajema strategija |

- ii. **Aktivnost:** zagotovitev možnosti za nadaljnje vzdrževanje aplikacije EZRLKV
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo, vodja Službe za informacijske tehnologije in storitve, projektna skupina
- Rok:** v celotnem obdobju, ki ga zajema strategija
- iii. **Aktivnost:** zagotavljanje ustrezne terminalske opreme, ki bo omogočila nadaljnjo uspešno delovanje aplikacije EZRLKV
- Odgovornost:** generalni direktor Direktorata za zakladništvo, vodja Službe za informacijske tehnologije in storitve, projektna skupina
- Rok:** v celotnem obdobju, ki ga zajema strategija

6.6.4. Tveganja pri uresnitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Nezmožnost nadgrajevanja informacijske podpore (EZRLKV).	Pomemben	Srednja	Delno	Zagotovitev finančnih sredstev za nemoteno vzdrževanje.
Preobremenjenost kadrov.	Pomemben	Srednja	Delno	Zagotavljanje ustreznega števila kadrov v skladu s povečevanjem obsega dela in njihovega izobraževanja.
Tveganje pri izboru zunanjega izvajalca.	Pomemben	Srednja	Delno	Predstavitev pomembnosti unikatno razvite aplikacije za potrebe ministrstva.

6.7. Strateški cilj 7: Zagotovitev kontinuiranega razvoja, učinkovitosti in odzivnosti informacijskega sistema kontrol in podatkov o zadolženosti sektorja država

6.7.1. Podrobnejša opredelitev cilja

Vzdrževanje in nadgradnja aplikacije e-ZKL, ki zagotavlja bazo podatkov za vodenje, poročanje in upravljanje z dolgom državnega proračuna ter orodje za nemoteno servisiranje tega. Nadgradnje aplikacije e-ZKL omogočajo prilagoditve dodatnim funkcionalnostim, ki izhajajo iz poslovanja in spreminjajočim zahtevam izmenjave z drugimi sistemi.

Vzdrževanje in nadgradnja informacijske podpore za e-Dolg na ravni države, ki bi zagotovila uporabnikom prijaznejšo in hitrejšo pripravo poročil o zadolženosti pravnih oseb javnega sektorja iz 87. člena ZJF. Enako velja za aplikativno podporo in poročilni sistem za izdana državna poročila.

Ustrezno vzdrževanje poročilnega sistema – podpore o pridobivanju ažurnih in točnih podatkov o zadolževanju ter stanju zadolženosti občin.

Projekt vzdrževanja in potrebnih nadgradenj informacijskega sistema za dolg, zadolževanje in poročila (DZP-04) je ključen za pridobivanje zanesljivih in natančnih podatkov o zadolženosti subjektov, vključenih v sektor država v realnem času na zahtevo odločevalcev in uporabnikov. Gre za aplikativno podporo, ki je opredeljena kot kritična infrastruktura v RS.

6.7.2. Merila za doseganje cilja

- zagotoviti pogodbeno pokritje za nadgradnjo in vzdrževanje aplikativne podpore DZP-04 (dolg, zadolževanje in poročila), ko se obstoječa pogodba o vzdrževanju in nadgradnji izteče v letu 2022;
- zagotovitev ustrezne, tj. zmožljive strežniške opreme, ki bo omogočila zanesljivo in odzivno delovanje aplikacij na posodobljeni NET tehnologiji

6.7.3. Aktivnosti, odgovornosti in roki za uresničitev cilja

- | | |
|----------------------|---|
| i. Aktivnost: | zagotoviti pogodbeno pokritje DZP o nadgradnji in vzdrževanju obstoječe aplikativne podpore |
| Odgovornost: | generalni direktor Direktorata za zakladništvo, generalni direktor Direktorata za javno premoženje, generalna |

direktorica Direktorata za proračun in vodja Službe za informacijske tehnologije in storitve

Rok: Obstoječa pogodba DZP 03 velja za obdobje 2018 – 2022. Zagotoviti pogodbeno pokritje po izteku v letu 2022 za naslednje 4-letno obdobje.

6.7.4. Tveganja pri uresničitvi cilja in ukrepi, s katerimi bomo tveganja obvladovali

Tveganje	Vpliv	Verjetnost nastanka	Obvladovanje	Ukrep
Dolgotrajnost postopka izvedbe javnega naročila in podpisa pogodbe z izbranim izvajalcem.	Pomemben	Srednja	Da	Pravočasna seznanitev odločevalcev, tj. vodij direktoratom in SITS o približevanju roka izteka pogodbe. Vodja projektne skupine vsakoletno pripravi Poročilo o izvajanju investicijskega projekta skladno z 58. členom Navodila o finančnem poslovanju Ministrstva za finance. Z vsebino Poročila so seznanjeni odločevalci in Projektni svet DZP 03.
Tveganje pri izboru zunanjega izvajalca.	Pomemben	Majhna	Da	Priprava relevantnih kazalcev za izbor ponudnika.
Izdelava projektne dokumentacije za izvedbo projekta DZP-04, tj. DIIP, PZI in IP.	Pomemben	Majhna	Da	Oblikovanje strokovne skupine za pripravo zahtevane dokumentacije iz direktoratom DJP, DZ, DP in SITS.